

ESTUDIO SOBRE LAS SOCIEDADES GESTORAS DE LA INDUSTRIA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Ana Carmen Díaz Mendoza
Miguel Ángel Martínez Sedano



ESTUDIO SOBRE LAS SOCIEDADES GESTORAS DE LA INDUSTRIA DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN

Ana Carmen Díaz Mendoza
Miguel Ángel Martínez Sedano



Díaz Mendoza, Ana Carmen

Estudio sobre las sociedades gestoras de la industria de los fondos de inversión / Ana C. Díaz Mendoza, Miguel A. Martínez. – Santander : Editorial de la Universidad de Cantabria, D.L. 2015.

77 p. ; 24 cm. – (Cuadernos de investigación UCEIF ; 13/2014)

En la port.: Cantabria Campus Internacional, Banca, Finanzas y Actividad Empresarial.

D.L. SA. 128-2015. – ISBN 978-84-86116-90-3

1. Inversiones de capitales – España. I. Martínez, Miguel A. II. Fundación de la Universidad de Cantabria para el Estudio y la Investigación del Sector Financiero.

336.714(460)

IBIC: KFFM, 1DSE

Esta edición es propiedad de la EDITORIAL DE LA UNIVERSIDAD DE CANTABRIA, cualquier forma de reproducción, distribución, traducción, comunicación pública o transformación sólo puede ser realizada con la autorización de sus titulares, salvo excepción prevista por la ley. Diríjase a CEDRO (Centro Español de Derechos Reprográficos, www.cedro.org) si necesita fotocopiar o escanear algún fragmento de esta obra.

© Ana C. Díaz Mendoza y Miguel A. Martínez Sedano

© Editorial de la Universidad de Cantabria

Avda. de los Castros, 52 - 39005 Santander, Cantabria (España)

Teléf.-Fax +34 942 201 087

www.editorialuc.es

Promueve: Fundación de la Universidad de Cantabria para el Estudio y la Investigación del Sector Financiero (UCEIF)

Coordinadora: Ana Fernández Laviada

Secretario: Evan Brock Gray

ISBN: 978-84-86116-90-3

Depósito Legal: SA 128-2015

Imprenta Kadmos

Impreso en España. *Printed in Spain*

FUNDACIÓN DE LA UNIVERSIDAD DE CANTABRIA PARA EL ESTUDIO Y LA INVESTIGACIÓN DEL SECTOR FINANCIERO (UCEIF)

La Fundación de la Universidad de Cantabria para el Estudio y la Investigación del Sector Financiero (UCEIF), promovida por la UC y el Banco Santander, nació en el año 2006 con el fin de convertirse en un referente nacional e internacional en la generación y transmisión del conocimiento, la formación de alto nivel y la I+D en el sector financiero. Actualmente viene desarrollando proyectos de gran envergadura, organizando su actividad en dos ámbitos de actuación: banca y finanzas, por un lado, y actividad empresarial, con especial atención al emprendimiento y a las PYMES, por otro. Ambas se articulan por medio de los dos centros creados en el seno de la Fundación UCEIF y gestionados por ella, en 2012: el Santander Financial Institute (SANFI) y el Centro Internacional Santander Emprendimiento (CISE).

La misión del Santander Financial Institute (SANFI) es la generación, difusión y transferencia del conocimiento sobre el sector financiero, para lo que cual identifica, desarrolla, apoya y promociona el talento y la innovación que ostente un liderazgo sostenible y responsable socialmente, con el propósito de contribuir al bienestar, desarrollo y progreso social como centro líder por su excelencia e impacto social.

En el ámbito de SANFI la Fundación tiene encomendada la organización, coordinación y desarrollo, entre otros, de los siguientes proyectos, cuyo detalle puede ser consultado en la web de la Fundación (www.fundacion-uceif.org):



- Máster en Banca y Mercados Financieros (hoy impartido en Santander, México, Marruecos y Brasil), que constituye el eje nuclear de una formación altamente especializada organizada desde la Fundación con la colaboración de Banco Santander, al que se unen otros programas de postgrado externos e “In Company”.
- Archivo Histórico Banco Santander, que comprende la clasificación, catalogación, administración y custodia del archivo, así como la investigación y difusión de sus fondos.
- Educación Financiera, dirigido a fomentar la cultura financiera, sustentado a través de las plataformas online generadas, como Finanzas para Mortales (FxM), utilizando y aplicando las nuevas tecnologías y los medios más modernos.
- Atracción de Talento, con diferentes acciones para el desarrollo de líneas de investigación estratégicas dedicadas al estudio de los “Mercados Globales”, al desarrollo e innovación de “Procesos Bancarios”, al conocimiento de la “Historia Bancaria y Financiera” y al desarrollo del “Financial Supercomputing”.
- Becas de Investigación, con la finalidad de colaborar en la realización de Proyectos de Investigación, especialmente de jóvenes investigadores, que posibiliten el avance en el conocimiento, metodologías y técnicas aplicables en el ejercicio de la actividad financiera, en particular las que llevan a cabo las entidades bancarias, para mejorar el crecimiento económico, el desarrollo de los países y el bienestar de los ciudadanos.
- Premios a Tesis Doctorales, con el fin de promover y reconocer la generación del conocimiento a través de actuaciones en el ámbito del doctorado que desarrollen, impulsen el estudio y la investigación en el Sector Financiero.
- Y por último, la línea editorial, en la que se enmarcan estos Cuadernos de Investigación, con el objetivo de poner a disposición de la sociedad en general, y de la comunidad académica y profesional en particular, el conocimiento generado en torno al

Sector Financiero fruto de todas las acciones desarrolladas en el ámbito de la Fundación, y especialmente los resultados de las Becas, Ayudas y Premios a Tesis Doctorales.

La Fundación también tiene encomendado el desarrollo y gestión del CISE como Centro de referencia en el sistema universitario internacional en la investigación, transferencia de conocimiento y formación en emprendimiento. Impulsa proyectos de investigación sobre el valor de la cultura emprendedora y las nuevas metodologías de emprendimiento, llevando a cabo el desarrollo de programas docentes y actividades formativas de máxima calidad y estimulando la cultura emprendedora y la innovación con el fin último de contribuir al progreso económico y social. La Fundación, por medio de CISE organiza, coordina y desarrolla, entre otros, los siguientes proyectos:

- Formación y Difusión del conocimiento y cultura emprendedora, con el desarrollo de diversos programas: curso para formadores en emprendimiento en alianza con Babson College, Máster en Emprendimiento de carácter transversal, estudiante por emprendedor (e2), Doc-e, entre otros.
- Global Entrepreneurship Monitor (GEM) España, siendo el representante institucional del país a nivel mundial en este programa de investigación, difusión y compromiso con el Emprendimiento, los emprendedores y la creación de empresas, de alcance mundial.
- “YUZZ Jóvenes con Ideas”, concurso de talento tecnológico para jóvenes de 18 a 30 años que se desarrolla, con una periodicidad anual y ámbito nacional.
- Instituto del Conocimiento – Santander Advance, programa de apoyo a las Pymes en diversos aspectos para mejorar su gestión y competitividad, gestionando procesos formativos, mediante la organización y desarrollo de cursos y otras actividades, así como la generación de información sobre el tejido empresarial de la PYME por medio de un Observatorio Pymes.



Las actividades desarrolladas por la Fundación UCEIF, se enmarcan dentro del Área de Banca, Finanzas y Actividad Empresarial del proyecto Campus de Excelencia Cantabria Campus Internacional, donde periódicamente se organizan diversos cursos y encuentros con la UIMP y la UC, así como los “Encuentros de Economistas Especialistas en Iberoamérica” convocados por la SEGIB anualmente.

Finalmente destacar su participación como patrono en la creación, en alianza con las Universidades de Murcia, Politécnica de Cartagena y Cantabria, de la Fundación para el Análisis Estratégico y Desarrollo de la Pyme, en cuyo seno se crea la Red Internacional de Investigadores en Pymes. Fruto de esta actuación se elaboran diversos Informes sobre la Pyme en Iberoamérica, tanto a nivel de la región en su conjunto como en los distintos países.

FRANCISCO JAVIER MARTÍNEZ GARCÍA
Director de la Fundación UCEIF

ÍNDICE

11	Introducción
16	Datos
21	Análisis descriptivo
31	Resultados contables y comisiones cobradas
41	Análisis de las comisiones de gestión devengadas
47	Conclusiones finales
49	Bibliografía
52	Tablas
69	Anexos

I. INTRODUCCIÓN

El artículo 40 de la *Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva* (así como el *Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley anterior*) establece que las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante SGIIC) son sociedades anónimas cuyo objeto social consiste en la administración, representación, gestión de las inversiones y comercialización de los Fondos y Sociedades de Inversión. La normativa, en el artículo 11.e) de la Ley anterior, exige que los Fondos de Inversión (en adelante FI) deben necesariamente designar una SGIIC que les administre; las Sociedades de Inversión sólo deben hacerlo si el capital social inicial mínimo no supera los 300.000 euros.

Por tanto, cada Fondo de Inversión necesita de una SGIIC que los gestione y represente, aunque su propiedad se mantiene en los inversores o partícipes del Fondo. Por otro lado, una misma SGIIC puede gestionar varios FI como parte de su actividad. Así, son estas SGIIC las que deciden la política de inversión de los diferentes FI que gestionan, su política de precios, y todo lo referente a su comercialización.

En este sentido, estas SGIIC juegan un papel esencial en la gestión del ahorro de los partícipes en FI y merecen un estudio detallado como el que aquí se presenta. La literatura académica financiera que estudia las Instituciones de Inversión Colectiva (en adelante IIC), se ha ocupado fundamentalmente de los FI a nivel individual. Sin embargo, es evidente que muchos de los aspectos analizados a nivel de los FI (evaluación de su gestión en términos del binomio rentabilidad-riesgo, o análisis de su precio final para el inversor, por citar algunos de ellos) deberían complementarse con un estudio a nivel de las SGIIC, dado que realmente corresponden a su ámbito de decisión, más que a la de los Fondos gestionados. Sin embargo, son aún muy escasos los trabajos académicos que centran su análisis en las SGIIC como entidad de decisión y gestión de los FI. Este trabajo pretende abrir esa vía de estudio, colocando a las SGIIC como sujeto principal del análisis.

Muchas son las áreas de interés que suscitan las SGIIC y que merecerían un análisis e investigación detallado. Por citar sólo algunas de ellas, sería de gran utilidad analizar el grado de concentración en la industria de la gestión delegada de cartera, su nivel de competitividad, eficiencia o rentabilidad, y su política de oferta de FI (creación o liquidación de estos). El gran volumen gestionado por las IIC en nuestro país, justifica en nuestra opinión este tipo de análisis, que redundaría sin duda en un mejor conocimiento del sector, y resultaría de gran interés para todos los participantes en la industria, partícipes, gestores y reguladores.

Para contextualizar el presente estudio y referir al lector interesado a trabajos ya publicados y relacionados con la temática de las SGIIC, se presenta a continuación un breve y no exhaustivo recordatorio de la literatura más relevante al respecto. Desafortunadamente, casi todo ellos analizan el sector en USA, siendo muy escasos los trabajos que a nivel nacional se centran en el papel desempeñado por las SGIIC.

Respecto a la evaluación de la gestión, los trabajos de Fernández y del Campo (2010), y de Fernández, Aguirreamalloa, y Corres (2011) presentan y analizan unos rankings de performance de las SGIIC para el mercado español, atendiendo a diferentes criterios de medición. Para el mercado americano, Tower y Zheng (2008) también evalúa la gestión de las SGIIC, prestando especial atención a sus diferencias en estructura y cuantía de costes.

La política seguida por las SGIIC americanas en cuanto a tipología y cuantía de FI ofrecidos y gestionados se analiza detalladamente en trabajos como los de Mamaysky y Spiegel (2002), Siggelkow (2003), Khorana y Servaes (2004), y Khorana, Servaes y Tufano (2005), entre otros.

Desde un punto de vista más cercano a los intereses del presente trabajo, varios artículos han analizado empíricamente las acciones estratégicas que puede llevar a cabo una SGIIC respecto a los FI gestionados por ella, en términos de asignación de performance, diferenciación de costes, dedicación a la gestión, gastos de publicidad,... Véanse a este respecto los trabajos de Massa (2003), Gaspar, Massa y Matos (2006), Guedj y Papastaikoudi (2004), y Gallaher, Kaniel y Starks (2006), por ejemplo.

Otra diferente línea de investigación analiza el comportamiento de los gestores de FI dentro de una SGIIC, y los incentivos que surgen a competir entre ellos por una mejor consideración dentro de la misma. Kempf y Ruenzi (2007 y 2008) son excelentes ejemplos de este interés.

En particular, el presente estudio se centra en el análisis detallado de la política de precios en el sector de la inversión colectiva en nuestro país. Entendemos que este es, sin duda, uno de los aspectos de mayor interés para todos los participantes en esta industria. Por un lado, es evidente que influye directamente en la demanda de este tipo de productos por parte de los inversores; y, por otro lado, enlaza directamente con aspectos tan fundamentales de la industria como su grado de competitividad y eficiencia.

En este sentido, el artículo 8 de Ley 35/2003 señalada anteriormente, establece que las SGIIC podrán percibir de los FI comisiones de gestión, y de los partícipes comisiones de suscripción y de reembolso por los servicios que aquellas les ofrecen. De esta forma, la decisión sobre la cuantía y tipo de costes (comisiones) que los partícipes en FI deben afrontar por participar en este mercado recae esencialmente en las SGIIC que administran los FI. Este es el motivo que nos ha llevado a considerar a las SGIIC como el sujeto fundamental del estudio que aquí se presenta.

Atendiendo a las comisiones o costes en esta industria, debe señalarse que las comisiones de gestión que se cargan a los FI recaen indirectamente en los partícipes, reduciendo el valor liquidativo de cada participación. Estas comisiones de gestión, a diferencia de las de suscripción y reembolso que se cargan únicamente en tales eventos, se descuentan diariamente del valor liquidativo, y constituyen, sin duda, la partida cuantitativamente más relevante del coste que los partícipes en esta industria deben pagar por la gestión y administración de su cartera. Es por ello, que este estudio centrará su atención en las comisiones de gestión cargadas por las SGIIC a los FI, dejando para posteriores análisis las comisiones de suscripción y reembolso.

Con este punto de partida, en este trabajo se pretende abordar el análisis de las comisiones de gestión en la industria de la inversión colectiva desde dos diferentes dimensiones:

a) En primer lugar, se estudia la relación entre la situación financiera y resultados contables de las SGIIC y la cuantía de las comisiones de gestión cobradas a los FI. El objetivo es analizar si estas comisiones que las SGIIC establecen para cada uno de sus FI gestionados, y que finalmente pagan los partícipes, se determinan únicamente en función de las características que identifican a los propios FI, o si, por el contrario, también tienen en cuenta el resultado contable y la posición patrimonial de la Gestora. Entendiendo las comisiones de gestión como la principal fuente de ingresos de las propias SGIIC, el estudio de las variables consideradas por éstas en su determinación de la cuantía de las comisiones cargadas, resulta, en nuestra opinión, de gran interés y utilidad para entender la política de precios en la industria¹.

b) Además, y como un complemento al objetivo anterior, en el estudio se analizarán en detalle las SGIIC que establecen la comisión de gestión en función de la rentabilidad obtenida por el Fondo, en vez de aplicarla en base al volumen de patrimonio gestionado por el mismo. Se pretende en este apartado estudiar el tipo de comisión de gestión cargada, más que la cuantía de la misma. La posibilidad legal de establecer la comisión de gestión como un porcentaje, bien del volumen de activos gestionados por el FI, o bien de la rentabilidad obtenida por el mismo, abre una interesante vía de investigación, en nuestra opinión. La decisión por parte de las SGIIC de ligar sus ingresos (vía comisiones) a la rentabilidad generada para los partícipes, implica un compromiso explícito con los intereses del inversor que merece consideración. La literatura económico-financiera ha mostrado claramente que esta decisión reduce los costes de agencia que surgen en la relación entre el inversor y gestor, al alinear los intereses de ambos. Sin embargo, resulta sorprendente que las SGIIC optan por establecer este tipo de comisión únicamente para una pequeña minoría de los FI que gestionan, tanto en España como en los países de mayor tradición en este tipo de productos². Incluso, hay un elevado número de SGIIC que establecen, para

1. Los trabajos de Gil-Bazo y Martínez (2004 y 2006) analizan, para el mercado español, las características de los FI que determinan las cuantías de las comisiones que cargan a sus partícipes. Entre estas variables propias de cada FI los autores incluyen el objetivo de inversión, el volumen de patrimonio gestionado, el número de partícipes, la edad, la rentabilidad y el tipo de SGIIC que lo administra (perteneciente a un grupo bancario, a una Caja de Ahorros, o independiente).

2. Para el mercado español, los trabajos de Díaz-Mendoza y Martínez (2007, 2008 y 2009) y Díaz-Mendoza, López-Espinosa y Martínez (2012) analizan, a nivel de los propios FI, tanto la decisión de optar por un tipo u otro de comisión de gestión, como las diferencias en la evaluación de la gestión entre ambos grupos de FI.

todos los FI que gestionan, la comisión de gestión exclusivamente en función del volumen de patrimonio, sin ninguna referencia, por tanto, a la rentabilidad ofrecida a los partícipes. Por este motivo, analizaremos en detalle las características de estas SGIIC más comprometidas con la rentabilidad generada para el inversor, para tratar de entender mejor los condicionantes de este tipo de minoritaria decisión.

El resto del estudio se distribuye como se describe a continuación. En la sección 2 se describen las fuentes de datos utilizadas, así como las variables consideradas. La sección 3 muestra un análisis descriptivo de las principales características de las variables de interés. Los dos análisis descritos previamente, y que constituyen el objetivo fundamental del estudio, se abordan en las secciones 4 y 5, respectivamente. Finalmente, la sección 6 concluye el estudio destacando las principales aportaciones del mismo. Se aportan al final del trabajo un listado de referencias bibliográficas de interés, las tablas estadísticas que ilustran el texto y los anexos que apoyan el trabajo.



2. DATOS

Los datos utilizados en este estudio han sido obtenidos de la Comisión Nacional del Mercado de Valores (CNMV), el organismo supervisor e inspector del Mercado de Valores y, por tanto, de las IIC en España.

Nuestro interés se centra en las SGIIC que gestionan FI de carácter financiero, dado que este tipo de Fondos supone más del 80% del volumen total de activos gestionados por las IIC en España³ a lo largo del período de estudio.

La información ha sido facilitada separadamente para los FI y para las SGIIC, de forma que ha sido necesario un posterior trabajo de conjunción de ambas bases de datos. Con respecto a los FI, se dispone de información mensual correspondiente al período comprendido entre los meses de Junio de 1999 y Junio de 2009. Para las SGIIC se ha trabajado con información semestral entre Junio de 1999 y Diciembre de 2009.

La extensión temporal del estudio ha venido limitada por la disponibilidad y homogeneidad de los datos ofrecidos por la CNMV. En concreto, durante el año 2009 las IIC se vieron sometidas a una serie de cambios normativos que dificultaban enormemente el seguimiento de las series temporales disponibles hasta entonces. Por este motivo, se decidió finalizar el período de estudio en ese año para mantener cierta coherencia en los datos utilizados. En concreto, *la Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la CNMV, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora*, establece nuevas categorías de IIC y, como consecuencia, se sustituye la clasificación existente de vocaciones inversoras disponible desde enero de 2002. Esta nueva clasificación de los FI hizo que la CNMV modificara la estructura de la publicación en

3. De esta forma los Fondos y Sociedades de Inversión denominados inmobiliarios, de inversión libre y de IIC de inversión libre, así como las SGIIC que las administran, quedan al margen de nuestro análisis. Así, según datos oficiales de la CNMV para el segundo semestre del año 2009, el patrimonio total gestionado por las SGIIC en FI de carácter financiero alcanzó los 170,547 miles de millones de euros, lo que supone el 81,7% sobre un total gestionado en IIC de 208,86 miles de millones de euros.

que suministraba la información estadística referente a los FI utilizada en este trabajo para adecuarla a las nuevas vocaciones ahora definidas.

Adicionalmente, los datos contables de las SGIIC, provenientes del Balance y Cuenta de Pérdidas y Ganancias, que éstas comunican a la CNMV en los Estados Reservados, también se vieron afectados por un cambio de normativa. Hasta diciembre de 2008 los Estados Reservados venían regulados por la Circular CNMV 5/1992, y a partir de ese mes, inclusive, por la *Circular 7/2008 de la CNMV, de 26 de noviembre, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las Empresas de Servicios de Inversión, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Entidades de Capital-Riesgo*, que trata de adaptar a las normas internacionales de contabilidad este tipo de sociedades. Lógicamente, la entrada en vigor, ya en diciembre de 2008, de esta Circular ha supuesto también una serie de adaptaciones y modificaciones de la información que remitían las entidades informantes y que servían de base para la elaboración de las estadísticas sobre IIC que la CNMV ofrecía. Sin embargo, en este caso, al afectar esta modificación únicamente a una parte menor del período muestral, se ha decidido mantener la extensión del estudio hasta el año 2009, para aprovechar al máximo la información disponible.

Nótese, por otro lado, que el período analizado deja fuera del estudio una gran parte del período de la crisis financiera, por lo que no han sido recogidos en su totalidad los efectos de ésta sobre la industria de FI y las SGIIC. Evidentemente, sería de indudable interés analizar en detalle cómo esta industria se ha visto afectada por el inicio de la crisis mencionada. Sin embargo, dado que nuestro interés se centra en un estudio más global que coyuntural del papel de las SGIIC en la industria de la inversión colectiva, entendemos que esta limitación no resta en absoluto interés al trabajo. Más incluso, al contrario; este trabajo, y las conclusiones que de él se derivan, puede y debería servir de punto de referencia para estudios posteriores más centrados en la coyuntura especial provocada por la crisis financiera, y en la forma en que el sector se ha visto afectado por ella.

Dado el período de estudio considerado, la periodicidad de los datos disponibles y el número de FI y SGIIC existentes en la muestra utilizada, el número máximo total de observaciones usadas para cada variable

alcanza la cifra de 316.853 para las referentes a los FI, y de 2.643 para las de las SGIIC. Evidentemente, ambas bases de datos fueron cuidadosamente chequeadas para identificar posibles errores en la información suministrada por parte de la CNMV. Este proceso encontró varios datos erróneos en algunas de las variables objeto del análisis, que fueron eliminados del estudio⁴; por lo que el número de observaciones finalmente utilizadas en algunas variables es ligeramente inferior al máximo disponible.

Se detalla a continuación la información de la que se dispone en esta base de datos conjunta para la realización del estudio.

Respecto a los FI, la CNMV ofrece información mensual individualizada referente al valor total de su patrimonio gestionado, la rentabilidad, la cuantía y tipo de la comisión de gestión cargada a los partícipes, los gastos anuales totales, su vocación inversora y la SGIIC que lo administra. Nótese que al disponer de la identidad de la SGIIC que administra cada FI, puede agregarse a nivel de Gestora la información individual de cada Fondo que ésta administra, además de permitir la conjunción de las dos bases de datos suministradas por la CNMV.

Por otro lado, referente a las SGIIC se dispone de información semestral contable individualizada referente al resultado de explotación, al activo total, a los fondos propios y al patrimonio total gestionado entre todos sus FI; además, la base de datos informa sobre la cuantía (y el porcentaje que supone sobre el patrimonio medio gestionado) de las comisiones devengadas por la gestión de los FI y del importe cedido por su comercialización.

Se describe a continuación brevemente el significado de cada una de las variables disponibles en la base de datos. Comenzamos con las referidas a los FI, y, por tanto, como se ha señalado, de periodicidad mensual.

El *patrimonio* gestionado por cada FI recoge el valor de mercado total, en miles de euros, de los activos financieros gestionados por el mismo. La *rentabilidad* se calcula como la variación relativa en el valor

4. Por ejemplo, se encontraron cuantías de las comisiones de gestión por encima de los límites máximos establecidos, rentabilidades mensuales inequívocamente erróneas, etc.

liquidativo de cada participación en el Fondo, que se obtiene sumando el valor de todos sus activos, restándole los gastos y dividiendo el resultado por el número total de participaciones creadas. La *comisión de gestión* recoge la cuantía en porcentaje cargada por la SGIIC a los FI para cubrir sus gastos por los servicios de gestión y supervisión de la cartera que les ofrecen, y que puede legalmente establecerse en función del patrimonio gestionado por el Fondo, de los rendimientos obtenidos por éste, o de ambas variables a la vez. Finalmente, como agregado de todos los gastos soportados por los FI, la CNMV incorpora información (en este caso sólo en el último mes de cada año) sobre el porcentaje que supone la totalidad de *gastos* del FI en relación a su patrimonio medio gestionado desde el principio del año natural, y que incluye, además de las comisiones de gestión, la de depósito, los servicios exteriores y otros gastos de explotación.

La *política de inversión* del FI, o su vocación inversora, indica básicamente el tipo de activos financieros que componen su cartera. La clasificación en un tipo u otro de vocación inversora se determina por la política de inversión que el FI define en su folleto explicativo y no por la composición de su cartera. En el Anexo 1 se describen las 19 categorías que establecieron la CNMV y la Asociación de Instituciones de Inversión Colectiva y Fondos de Pensiones, INVERCO, en Enero de 2002, para los FI, hasta que la Circular 1/2009, como se ha señalado, modificó esta clasificación⁵. Para la realización de este trabajo, y con el fin de no desagregar en exceso la información, los FI se han agrupado en 4 tipos, que son los Fondos Garantizados, *GARANT*; los que invierten mayoritariamente en activos de renta variable, *RV*; los que invierten mayoritariamente en activos de renta fija *RF* y, finalmente, los Fondos Globales, *FGL*, que engloba a aquellos sin definición precisa de su política de inversión y que no encajan en ninguna de las otras categorías.⁶

Con respecto a la información semestral disponible para cada SGIIC, *el patrimonio* gestionado recoge la suma del patrimonio a fin del período

5. Debe señalarse que con anterioridad al establecimiento de esta clasificación en Enero de 2002, la CNMV categorizaba a los FI de forma diferente, y así aparecía en la base de datos suministrada. De forma que se hizo necesaria una labor de equiparación entre las antiguas categorías de FI y las nuevas.

6. Atendiendo a la denominación que se cita en el Anexo 1, en el grupo de Renta Variable se incluyen las categorías RVM, RVN, RVMI, RVE, RVIE, RVIJ, RVIU, RVIM y RVIO; mientras que en el de Renta Fija se incluyen las categorías de las de FIAMM, RFCP, RFLP, RFM, FIAMMI, RFI y RFMI. Además, lógicamente, el grupo de Fondos Garantizados incluye las categorías de GRF y GRV.



de los FI gestionados por la Sociedad, también en miles de euros. Este agregado incluye activos con delegación de gestión, por lo que dicho patrimonio pudiera no coincidir exactamente con la suma del de los FI gestionados. Las variables contables referidas como *activo total*, *fondos propios* y *resultado de explotación* corresponden a las claves de los balances semestrales que comunican las SGIIC a la CNMV en los Estados Reservados. Además, la base de datos informa sobre la cuantía en euros (y el porcentaje que suponen sobre el patrimonio medio gestionado por la SGIIC) de las *comisiones devengadas* por la gestión de los FI, y el importe y el correspondiente porcentaje sobre el patrimonio medio gestionado de las *comisiones cedidas* por su comercialización.

3. ANÁLISIS DESCRIPTIVO

Tras la descripción en la sección anterior de las variables utilizadas en el estudio, y antes de centrarnos en los objetivos explícitamente señalados, en esta sección se presentan y discuten sus principales características descriptivas. El objetivo es doble; por un lado, conocer con detalle y con información cuantitativa el tipo de industria que se va a analizar, y, por otro, identificar posibles relaciones de interés entre las variables relevantes respecto a los objetivos fundamentales del estudio.

Inicialmente se muestran en la Tabla 1 los estadísticos descriptivos de todas las variables relevantes para el estudio, separadamente para las correspondientes a FI de las que hacen referencia a las SGIIC. Al ser datos agregados para todo el periodo de análisis, no se hace explícita la evolución temporal de las variables, pero al menos puede ser útil al lector para hacerse una idea del rango de valores que éstas han tomado, y centrar el entendimiento de la industria que se pretende analizar.

Puede apreciarse en la Tabla 1 que el tamaño medio de la industria, medido en términos del patrimonio agregado gestionado por los FI, se sitúa alrededor de los 218 miles de millones de euros, siendo de casi 83 millones de euros la media del patrimonio gestionado por cada FI. La rentabilidad del período total para toda la muestra de FI ha sido del 0,028% mensual, aunque se han observado para algún FI y mes rentabilidades superiores al 100%, incluso negativas del 100%⁷. El porcentaje de la comisión de gestión establecida en función del patrimonio, respetando el límite máximo legal del 2,5%, alcanzó un valor medio de 1,266%; mientras que la establecida en función del resultado fue de 0,63%⁸. La cuantía total media de gastos soportada por los FI fue del 1,46% sobre el

7. Este dato corresponde sin duda, al igual que el valor mínimo nulo del patrimonio gestionado, a algún FI en proceso de fusión y/o absorción.

8. Puede llamar la atención la existencia de valores nulos como los mínimos de estas comisiones. La razón es que al inicio del período de su actividad, algunos FI tratan de atraer clientes ofreciendo coste nulos de gestión. Obviamente, otra posible explicación (como hemos podido comprobar en algunos de los casos) es que los FI no informen a la CNMV de la cuantía de sus comisiones de gestión hasta pasados unos meses desde su lanzamiento, mientras tanto la CNMV anuncia como nula esta comisión.

volumen de patrimonio gestionado, aunque nótese que se encontró un valor máximo del 19,26%, y un mínimo negativo.

La Tabla muestra, además, la distribución de los FI en cuanto a su vocación inversora. Estas variables han sido creadas en la base de datos como dicotómicas (adjudicándoles un valor de 1 si cumplen la característica concreta, y 0 en caso contrario), de forma que su valor medio recoge el porcentaje de su presencia en la muestra. Así, se aprecia en la Tabla que a lo largo del período muestral el 30,6% de los FI son de Renta Variable, el 33% de Renta Fija, casi un 10% son Fondos Globales, y los Fondos Garantizados suponen el restante 26,5% de la muestra.

Referente a la información disponible para las SGIIC, la Tabla muestra que gestionan como media 1,95 miles de millones de euros, su activo total fue de casi 18 millones de euros, de los que 10,5 millones son fondos propios, y obtuvieron un resultado del ejercicio medio positivo de 2,7 millones de euros⁹. Las cuantías medias en euros de las comisiones devengadas y cedidas alcanzaron las cifras de 15,8 y 11,2 millones de euros, respectivamente, lo que supone un 0,75% y 0,36% respecto al patrimonio medio gestionado por cada SGIIC.

3.1. Evolución histórica del número de SGIIC, FI, patrimonio gestionado y cuota de mercado

Resulta de interés para el estudio conocer la dimensión del sector de IIC en nuestro país, durante el período de estudio, y en particular de las SGIIC y de los FI que éstas administran. Por ello, en este apartado se ofrece información que cuantifica esta dimensión para cada año del período de estudio, 1999-2009.

En concreto, en la Tabla 2 se muestra la evolución histórica en el número de SGIIC inscritas en los registros de la CNMV, el número de FI gestionados por éstas, y el valor del volumen total de los activos gestionado por los FI. La información se calcula sobre el último mes de cada año, excepto para 2009 en que sólo disponemos de información hasta el mes de Junio.

9. En esta Tabla puede apreciarse la diferencia existente entre el patrimonio agregado de los FI y el de las SGIIC, que anteriormente se señaló.

Se observa cómo el número de SGIIC se ha mantenido relativamente estable durante la década de estudio. Al inicio del período de estudio, en Diciembre de 1999, había 127 SGIIC; este número se ha ido reduciendo hasta las 113 inscritas en el año 2005, y estabilizándose posteriormente en las 120 SGIIC existentes al final del año 2009. Por el contrario, el número de FI se ha ido incrementando año tras año, desde los 2.167 iniciales hasta alcanzar un máximo de 2.926 a finales de 2007, y reduciéndose posteriormente hasta los 2.713 inscritos en Diciembre de 2009. Se reconoce, por tanto, una evolución hacia un mayor número medio de FI gestionados por cada SGIIC. La industria de la inversión colectiva, entonces, se ha caracterizado en estos 10 años no por la entrada de nuevas SGIIC en el mercado, sino más bien, por la expansión de las ya existentes, incrementando su oferta de FI para los partícipes. La literatura económica, tal y como se recoge en Cambón y Losada (2012), ya ha reconocido que en industrias donde las empresas ofrecen una gran variedad de productos, como la de la gestión delegada de cartera y las SGIIC, la entrada de nuevas empresas es limitada.

Respecto al volumen de patrimonio total gestionado, se aprecia un leve descenso desde el nivel alcanzado al inicio de la muestra (donde los FI habían alcanzado una gran popularidad entre los inversores) hasta tocar el mínimo en el año 2002, con algo menos de 175 miles de millones de euros, afectado, sin duda por los negativos efectos de la burbuja tecnológica. Posteriormente, y ligado al gran crecimiento económico de la economía española, el valor del patrimonio incrementa hasta 2006 donde alcanza su máximo y, a partir de 2007, ya a los inicios de la crisis financiera internacional, disminuye hasta el final del periodo. Debe notar el lector que las cifras de patrimonio gestionado por la industria, varían, no sólo por la suscripción de nuevas participaciones o reembolso de las ya existentes, sino también por la variación en el valor de mercado de los activos en las carteras conformadas por las SGIIC. Desafortunadamente, no se dispone en la base de datos de las cuantías netas de suscripciones y reembolsos, que podrían entenderse como indicativas de la evolución pura en el tamaño de la industria.

Para que el lector se haga una idea de la representatividad y fiabilidad de la muestra utilizada en este estudio, se ha creído conveniente mostrar los datos oficiales que la CNMV hace públicos referentes al número de SGIIC, FI y valor del patrimonio total gestionado. Esta información se

muestra en el Anexo 2. Debe señalarse que la base de datos utilizada en este estudio proviene de la agregación periódica de información pública que la CNMV ofrecía trimestralmente, por lo que no se ha visto sujeta a las consolidaciones y otros ajustes que sí se recogen en las estadísticas oficiales, que se publican, además, con bastante posterioridad. Es decir, que en nuestra base de datos, se incluyen todos los FI y SGIIC, incluso los desaparecidos¹⁰. Aún así, se aprecia una casi absoluta coincidencia en el número de SGIIC, mientras que, por el contrario, tanto el número de FI, como el valor del patrimonio total gestionado son ligeramente inferiores en las estadísticas oficiales que en la muestra utilizada en el trabajo. La forma en que la CNMV consolida y trata los FI en proceso de fusión y disolución, los que remiten o no estados reservados, etc. para construir posteriormente sus estadísticas oficiales son la base de las diferencias encontradas. En cualquier caso, y como fruto de un cada vez mejor tratamiento en la información suministrada, debe notarse que en los cuatro últimos años de la muestra las diferencias son mínimas.

Para la construcción de la Tabla 2 se ha calculado también la cuota de mercado de cada SGIIC (s^G), para cada mes, entendida como el porcentaje que supone el volumen de patrimonio que la Gestora G administra sobre el total del mercado, es decir:

$$s^G = \frac{\text{Patrimonio de la gestora } G}{\text{Patrimonio total del mercado}} \cdot 100$$

En las tres últimas columnas de la Tabla 2 se muestra información referente a esta medida, que nos ilustra el grado de concentración de esta industria. En concreto, se muestra el porcentaje de patrimonio agregado gestionado por el 5%, 10% y 15% del número de SGIIC más grandes. Así, por ejemplo, en Diciembre de 1999 el 5% de las SGIIC (es decir, 6 de las 127 inscritas en esa fecha) gestionaba el 56% del patrimonio total del sector; mientras que el 15% de ellas (19 SGIIC) gestionaba el 80% del total.

Analizando la evolución temporal de esta medida, se aprecia un ligero incremento en el grado de concentración desde los niveles iniciales en

10. Así, el número total de FI diferentes con los que se ha trabajado en la base de datos es de 4.149, mientras que han sido 172 SGIIC diferentes las analizadas. El anexo 3 muestra el listado de la totalidad de las SGIIC disponibles en la muestra (con las diferentes denominaciones que ha tenido a lo largo del periodo de estudio). Se han resaltado en negrita las 83 SGIIC que han mantenido su actividad durante todo el periodo.

1999 hasta los años 2003 y 2004, en que alcanzan sus máximos, y un progresivo descenso después. De hecho, al final de la muestra el grado de concentración es ligeramente inferior al que se daba en el año 1999. Aún así, note el lector que a la vista de la Tabla, a finales de 2009, 18 SGIIC gestionaban el 76% del patrimonio de la industria, mientras que las 102 SGIIC restantes sólo suponían el 24% del patrimonio. Este dato refleja una elevada concentración del mercado en manos de unas pocas SGIIC, que debe analizarse cuidadosamente por parte de los reguladores ante el riesgo de alcanzar una situación de oligopolio en el mercado de la gestión delegada de cartera en nuestro país. Además, es destacable como característica del sector en nuestro país, que las SGIIC más grandes pertenecen a entidades de crédito. Este es un rasgo que ha definido a nuestra industria desde su inicio. Puede entenderse, entonces, que los pequeños inversores se ven atraídos hacia las SGIIC que ofrecen una gran variedad de tipos (vocaciones inversoras) de FI, y que la proximidad al cliente que caracteriza a las entidades de crédito les ha llevado a seguir la estrategia de crear SGIIC dependientes de su grupo financiero, y con una amplia oferta de FI.

Para incidir en esta cuestión, la Tabla 2.1 presenta el listado de las diez SGIIC con mayor cuota de mercado en tres momentos diferentes del periodo analizado en el trabajo, al inicio, al final y en un año intermedio, 2005¹¹. Debe notarse, en primer lugar, el alto porcentaje gestionado por las dos mayores SGIIC, en los tres momentos elegidos para el análisis, siempre superior al 32% del total gestionado por la industria; en cualquier caso, estas 10 mayores SGIIC siempre han gestionado porcentajes cercanos a 2/3 del total. Otra conclusión especialmente destacada de la Tabla es el alto grado de permanencia de las SGIIC en este ranking por patrimonio gestionado durante todo el periodo analizado. Esto, que es evidente para las dos mayores SGIIC de nuestra industria al mantenerse como tales en los tres momentos analizados (aunque en 2009 se alterara el orden), también ocurre para el resto, ya que con las excepciones de ARGENTARIA GESTIÓN y AB GESTION FONDOS (inmersas en procesos de fusión y absorción al inicio de la muestra), el resto se han mantenido entre las 10 mayores.

11. En la Tabla 2.1 se ha decidido mantener las denominaciones originales de las SGIIC para facilitar su seguimiento a lo largo del periodo de estudio. En el anexo 3 se muestra la correspondencia entre estas denominaciones y la denominación actual.

3.2. Tipología de los FI gestionados por las SGIIC

Se ha creído conveniente e interesante para los lectores mostrar también información sobre lo que podría denominarse como la vocación inversora de las SGIIC de la industria de la inversión colectiva en nuestro país. Dado que esta es una característica que se aplica a los FI y no a las SGIIC, se ha analizado el tipo y cuantía de las vocaciones inversoras que definen a los FI gestionados por cada SGIIC. Así, en la primera parte de la Tabla 3 se muestra anualmente la distribución de las SGIIC en función del número de vocaciones inversoras diferentes de los FI que gestionan; es decir, se indica el número de SGIIC que gestionan FI de una, dos, ..., vocaciones inversoras diferentes.

Como puede observarse, un elevado número de SGIIC (aproximadamente el 20% de las existentes a lo largo del período de estudio) gestiona FI de una única vocación inversora; por ejemplo, en el año 1999, 25 de las 127 SGIIC inscritas gestionaban FI de sólo una vocación inversora, y en el año 2008 eran de este tipo 28 de las 120 existentes. Obviamente, puede concluirse sin lugar a error que estas SGIIC están absolutamente centradas en la gestión de un tipo de FI, con una vocación definida, y, en este sentido, su oferta de FI no está nada diversificada. Si atendemos al resto de SGIIC, es aparente en la Tabla que aproximadamente el 50% de las SGIIC ofertan FI con 5 o menos vocaciones inversoras diferentes. Considerando que ha sido 19 el número de vocaciones inversoras diferentes analizadas, puede concluirse que la oferta de tipos de FI por parte de las SGIIC no está suficientemente diversificada en este sentido. Este dato puede sorprender dado el peso que las entidades de crédito (bancos, cajas de ahorro y cooperativas de crédito) tienen en esta industria en nuestro país, y la creencia de que éstas han seguido una estrategia basada en una amplia y variada oferta de FI como medio para fidelizar a sus clientes¹². Nótese a este respecto que el número de SGIIC que ofertan a los partícipes FI con 10 o más vocaciones inversoras diferentes es ligeramente superior a 40 a lo largo del período de estudio, lo que supone, aproximadamente, un tercio de las existentes en nuestro mercado. Es destacable también que no se aprecian diferencias relevantes a este respecto en los 10 años estudiados.

12. Los estudios de Cambón y Losada (2012 a y b) analizan en detalle las diferencias entre las SGIIC de entidades de crédito y las independientes.

Si en la primera parte de la Tabla 3 se ha intentado analizar el grado de diversificación en cuanto a la tipología de FI ofertados por las SGIIC de la muestra, en la segunda parte de la Tabla se da información más concreta sobre su propia vocación inversora, considerando la composición de activos financieros en su patrimonio gestionado. Así, se muestra la distribución de las SGIIC en función del porcentaje de su patrimonio gestionado por FI con diferentes vocaciones, agrupando éstas en las ya conocidas de RV, RF, FGL y GARANT. En concreto, se muestra el número de SGIIC que gestionan más del 50% de su patrimonio en FI de cada una de esas 4 vocaciones agregadas de inversión, lo que es indicativo de la orientación inversora de estas SGIIC. Entendido de esta manera, puede verse en la Tabla que en el año 1999, había 24 SGIIC con vocación de RV, mientras que eran 77 las que se centraban en FI de RF, 2 SGIIC en FGL y 4 en GARANT.

Es destacable en la Tabla, que una parte muy relevante de las SGIIC existentes (superior al 50% del total en los primeros años de la muestra) se centran fundamentalmente en FI con vocación de RF. Aunque no se muestra en la Tabla, hay 19 SGIIC que siempre (durante los 10 años analizados) han cumplido esta característica de invertir más del 50% de su patrimonio captado en FI de RF, y 8 de ellas lo han hecho durante 9 de los 10 años analizados. Sin embargo, se aprecia a lo largo del tiempo una clara tendencia hacia una disminución en el número de SGIIC de este tipo, desde las 77 en el año 1999, hasta únicamente 41 en 2007, aunque con un evidente repunte en el año 2008. Las SGIIC orientadas hacia la gestión de FI de RV han oscilado entre las 24 en el año 1999 y las 10 en el año 2008, experimentando, por tanto, un evidente descenso, si bien 5 de ellas han pertenecido a este grupo los 10 años analizados. Un aspecto muy llamativo que muestra la Tabla es el incremento que ha experimentado el número de SGIIC con más del 50% de su patrimonio gestionado por FI denominados Globales (FGL); han pasado de ser únicamente 2 SGIIC al inicio del estudio hasta 16 en el año 2007. Teniendo en cuenta el limitado peso que este tipo de FI ha tenido durante el período de estudio en nuestra industria, resulta muy destacable que, por ejemplo, haya habido en el año 2008 14 SGIIC centradas en la gestión de este tipo de FI, que es un número incluso superior al de SGIIC con vocación de RV. Finalmente, el número de SGIIC orientadas fundamentalmente hacia la

gestión de Fondos Garantizados, ha sido muy limitado, oscilando entre 2 y 5 a lo largo del período de estudio¹³.

3.3. Datos contables

Es también de interés en el estudio del sector de SGIIC, el análisis de sus datos contables. Por ello, la Tabla 4 muestra la evolución histórica para el agregado del activo total, los fondos propios y el resultado del ejercicio para la muestra de SGIIC, obtenidos de su balance consolidado en el segundo semestre de cada año del período de estudio.

El activo total acumulado de las SGIIC se sitúa alrededor de los 2.000 millones de euros, apoyado fundamentalmente en las subpartidas de intermediarios financieros o particulares, cartera de valores, tesorería e inmovilizado fijo. El valor medio por SGIIC es cercano a los 18 millones de euros, aunque como debe ser claro, con enormes diferencias entre ellas (la más grande, por ejemplo, superó los 500 millones de euros). Se aprecia un ligero descenso desde los niveles del principio de la muestra hasta el año 2002 en que alcanza su mínimo, una posterior recuperación posterior hasta el año 2006, y un nuevo descenso en los tres últimos años de la muestra.

Los fondos propios, aun experimentando una evolución temporal similar al activo total, han pasado de suponer un 57% del activo al inicio del período a un 71% en Diciembre de 2009. En Diciembre de 2009 alcanzaron el valor total agregado de 1.570 millones de euros, suponiendo aproximadamente 13 millones de euros de media por SGIIC.

Una parte muy importante de los fondos propios corresponde a los resultados del ejercicio, siempre positivos en media para el período de estudio. En concreto, en los dos primeros años supusieron más del 50% de los fondos propios. En fechas más recientes, la cuantía del resultado se ha moderado de forma considerable, de forma que, por ejemplo en 2009

13. Note el lector que las cifras que muestra la Tabla 3 referentes al número de SGIIC con una orientación inversora u otra son significativamente diferentes de las referidas al correspondiente número de FI de cada tipo, tal y como se muestra en la Tabla 1 (en cuanto al número de Fondos, el 31% son de RV, el 33% de RF, el 10% FGL y el 26% son Garantizados). Aunque no es objetivo de este estudio el análisis detallado de los FI, las diferencias en tamaño medio entre los diferentes tipos de FI podrían justificar tales diferencias.

su cuantía, 157,6 millones de euros (1,3 millones de euros por SGIIC) supuso únicamente un 10% de los fondos propios. Debe ser claro que los beneficios de las SGIIC dependen básicamente de su patrimonio gestionado (a través de las comisiones cargadas a los FI fundamentalmente como un porcentaje del mismo), y, por tanto, del ciclo económico de la economía en su conjunto. Por ello, no debe sorprender que la evolución temporal de esta partida siga la pauta del patrimonio gestionado, que, a su vez, se ve muy afectado por la situación económica del país.

3.4. Comisiones. Evolución histórica

Tal y como se ha señalado en la sección introductoria de este trabajo, uno de los esenciales objetivos del mismo es el estudio de las comisiones de gestión que las SGIIC cargan a los FI que gestionan por sus servicios. Esta sección se adentra por primera vez en este objetivo mediante el análisis de las cuantías de las comisiones de gestión devengadas y cedidas por las SGIIC de la muestra.

Así, la Tabla 5 muestra la evolución histórica de la cuantía media, en miles de euros, de las comisiones de gestión devengadas y cedidas por las SGIIC, así como del porcentaje que suponen sobre el patrimonio medio gestionado, basados en el último semestre de cada año, y obtenidos de la cuenta de pérdidas y ganancias consolidada de las propias SGIIC.

La cuantía que las SGIIC reciben de los FI como remuneración por su labor de gestión y supervisión de las carteras constituye la partida fundamental de sus ingresos, alcanzando porcentajes superiores al 90% sobre el total. Por ello, se entiende que su análisis es de suma importancia para tratar de incrementar nuestro conocimiento del sector.

La evolución histórica que muestra la Tabla 5 permite observar que en media la cuantía devengada por la comisión de gestión es cercana a los 20 millones de euros por SGIIC; se aprecia un descenso desde los niveles alcanzados al inicio del período de estudio hasta el año 2002; se produjo posteriormente un incremento hasta 2006, donde obtiene su máximo de casi 27 millones de euros. Finalmente, en los tres últimos años de la muestra experimenta un drástico descenso, que le lleva a cuantías inferiores de la mitad de lo devengado en el año 2006. Como ya se ha

señalado, esta evolución sigue de cerca la situación económica del país, al depender fundamentalmente del volumen y valor de los activos gestionados en las carteras de los FI. Por ello, es de interés analizar estos valores de las comisiones en relación al patrimonio medio gestionado. Se muestra en la Tabla que la cuantía de estas comisiones de gestión supuso porcentajes ligeramente superiores al 1% al inicio del período de estudio, y sufrió un importante descenso en la segunda parte del estudio, de forma que en el año 2009, suponían únicamente el 0,75% del patrimonio gestionado. Esta evolución decreciente en términos relativos, ilustra un abaratamiento en el precio que las SGIIC cobran a los FI por sus servicios, por un lado, y, a la vez, una disminución en su margen de beneficio por euro gestionado, que ya se hacía evidente en la Tabla anterior.

También muestra la Tabla la cuantía media de las comisiones cedidas por las SGIIC a otras entidades para la comercialización de sus FI. Se observa en la Tabla que las cuantías medias cedidas suponen a lo largo del período de análisis un porcentaje superior en media al 70% de las comisiones devengadas.

A efectos comparativos, la última fila de la Tabla 5 informa sobre el total de gastos anuales soportados por los FI en relación a su patrimonio medio, y que incluye, además de las comisiones de gestión, las de depósito, los servicios exteriores y otros gastos de explotación. Esta variable suele utilizarse como el coste que para los inversores supone la inversión en FI, y se denomina por su terminología anglosajona, TER: Total Expense Ratio. Los cálculos muestran unos gastos medios cercanos al 1,5% del patrimonio gestionado, aunque puede apreciarse un claro descenso en los dos últimos años del estudio. Sin embargo, mientras el porcentaje devengado por comisiones de gestión por parte de las SGIIC se ha reducido en un 40% (desde el 1,25% en el año 1999 hasta el 0,76% en el año 2008), el correspondiente a los gastos soportados por los FI únicamente lo ha hecho en un 16%. Puede deducirse, por tanto, que la parte de gastos de los FI no relacionada con las comisiones de gestión pagadas a las SGIIC no ha seguido la misma evolución decreciente.

4. RESULTADOS CONTABLES Y COMISIONES COBRADAS

Esta sección analiza la relación entre los resultados contables de las SGIIC y las comisiones de gestión que éstas cargan a los FI que gestionan, y que posteriormente éstos cargan a sus partícipes. Como se ha señalado anteriormente, el objetivo es analizar si en la decisión sobre la cuantía de estas comisiones influyen no sólo los rendimientos individuales obtenidos por los propios FI, sino también el resultado contable y la posición patrimonial de la SGIIC. Es importante destacar que es la primera vez que se utilizan variables contables de las Gestoras para tratar de identificar empíricamente los determinantes de las comisiones de gestión cobradas, lo que supone un avance práctico en la investigación.

Como un primer acercamiento a este análisis, la Tabla 6 muestra las características del resultado contable, relativizado por el patrimonio gestionado, obtenido por las SGIIC en función de los diferentes terciles de sus fondos propios, activo total, comisión de gestión devengada y comisión cedida, (siempre en porcentaje sobre el patrimonio gestionado), para los diferentes años del período muestral. Así, por ejemplo, lo que muestra el primer panel de la Tabla 6 es el resultado sobre el patrimonio gestionado medio obtenido en cada ejercicio anual por las SGIIC, clasificadas éstas según sus fondos propios contables sobre el patrimonio gestionado; en el primer tercil (1T) se agrupan las SGIIC con menores fondos propios relativos; en el segundo tercil (2T) las intermedias y en el tercer tercil (3T) están recogidas las SGIIC con mayores fondos propios relativos al patrimonio gestionado. La asignación de las diferentes SGIIC a cada tercil sigue el siguiente procedimiento: se toman los valores mínimo y máximo de la variable fondos propios relativizados para todas las SGIIC inscritas en el año correspondiente; esta diferencia se divide entre tres, de forma que puedan identificarse las cuantías de fondos propios relativos pequeñas, medianas y grandes. Finalmente, cada SGIIC es asignada al tercil que corresponda según la

cuantía de sus fondos propios relativos al patrimonio gestionado¹⁴. El objetivo de este análisis es intuir si el resultado contable depende de estas características de las SGIIC.

Debe señalarse que inicialmente se construyó esta Tabla para las variables de interés, pero sin relativizar respecto al patrimonio gestionado por cada SGIIC. Los resultados mostraron que, para cada año del período muestral analizado, los resultados contables de las SGIIC crecen monótonamente con los fondos propios, el activo total, el patrimonio total gestionado, la cuantía de la comisión de gestión devengada y cedida. Evidentemente, este resultado puede estar motivado por la alta correlación existente entre las variables contables y el tamaño de la gestora, dado que aquéllas están medidas en cantidades absolutas. Por ello, es de interés analizar estas cuantías en términos relativos, de forma que estos ratios aislen la cuantía de las variables del tamaño de la SGIIC¹⁵.

Así, el primer panel de la Tabla 6 muestra que, en 1999, las SGIIC con menores fondos propios relativos obtuvieron un resultado contable de 0,0020€ por cada euro de patrimonio gestionado, mientras que para las de mayores fondos propios su resultado del ejercicio fue de -0,0281€ por cada euro de patrimonio gestionado, siendo para todas las SGIIC de la muestra de -0,0076€ por cada euro de patrimonio gestionado el resultado medio, tal y como se indica en la primera fila de la Tabla.

Atendiendo a los valores medios en su secuencia temporal, puede apreciarse que al inicio del período muestral el resultado contable por cada euro de patrimonio gestionado fue negativo; nótese de forma destacada el valor correspondiente al año 2001, en el que el resultado contable

14. Nótese que como resultado de este procedimiento el número de SGIIC en cada tercil no debe necesariamente ser el mismo; lo que sí es idéntico es el rango de valores de fondos propios relativizados que define cada tercil. Por ejemplo, en el año 1999, el primer tercil según estos fondos propios agrupó a 40 SGIIC, el segundo tercil incluía 39 SGIIC, y el tercero también 39 SGIIC. Estas últimas son las que tuvieron unos fondos propios relativizados más elevados de entre todas las SGIIC (en concreto, igual o superior a los menores fondos propios, más 2/3 del rango entre el mínimo y el máximo). El resto de SGIIC hasta las 127 disponibles en la base de datos no se incluyen en ningún tercil dado que no se dispone de información sobre el dato de fondos propios, y su patrimonio gestionado aparece como nulo al estar en proceso de fusión y/o desaparición.

15. Así, por ejemplo, para el caso de la cuantía de las comisiones devengadas, es evidente que una SGIIC puede obtener una cuantía en comisiones de gestión más grande que otra simplemente por que gestione un mayor volumen de patrimonio, sin relación alguna con su grado de carestía por euro gestionado; sin embargo, la SGIIC cuya cuantía de comisión de gestión sobre su patrimonio gestionado (es decir, cuyo precio de la gestión por cada euro que administra) sea superior debe considerarse como más cara.

medio para todas las SGIIC por cada euro de patrimonio gestionado llegó a $-0,525\text{€}$ ¹⁶.

Lo interesante, sin embargo, de la Tabla es analizar la relación entre los resultados contables y los diferentes terciles que se crean en función de determinadas características de las SGIIC. Así, si se clasifican las SGIIC en función de la cuantía de sus fondos propios por euro gestionado, la Tabla muestra que, casi para todos los años del período muestral analizado, los resultados contables relativos de las SGIIC siguen un comportamiento muy similar: son ligeramente superiores para las gestoras del segundo tercil respecto a las del primero, pero decrecen drásticamente para las del tercer tercil. Es decir, las SGIIC con mayores fondos propios sobre su patrimonio gestionado han obtenido, durante el período de estudio, claramente peores resultados contables relativos que el resto de SGIIC; y las de menores fondos propios sobre su patrimonio gestionado han obtenido ligeramente peores resultados contables relativos que las SGIIC con resultados intermedios. Aunque es éste el comportamiento más habitual a lo largo del período de estudio, no ocurrió así en los años 2004 y 2009, en que se observa una relación monótonamente creciente entre resultados contables y fondos propios relativos, ni en el año 2008, donde la relación fue decreciente.

En cualquier caso, es interesante destacar que parece apreciarse una evidente variabilidad de las cuantías del resultado contable sobre el patrimonio gestionado de las SGIIC de la muestra dependiendo de la cuantías de sus fondos propios sobre el patrimonio gestionado. Sin embargo, es igualmente cierto, que esta variabilidad no es ni monótona, ni homogénea en el tiempo.

Similares conclusiones pueden derivarse cuando las SGIIC se agrupan en terciles atendiendo a la cuantía de su activo total sobre el patrimonio gestionado.

16. Estos valores del resultado contable sobre el patrimonio gestionado pueden compararse con los correspondientes al resultado contable medio que se muestran en la Tabla 4, y que siempre han sido positivos. Puede deducirse que, en esos años al menos, algunas SGIIC obtuvieron resultados negativos lo suficientemente pequeños en volumen para ser compensados por los resultados positivos de otras SGIIC (de forma que en el año 2001, por ejemplo, se alcanzaran unos resultados medios positivos de 3.722,21 miles de euros), pero que en términos del volumen de patrimonio gestionado fueron muy elevados, y no pudieron ser compensados por los positivos de otras SGIIC (de forma que en el año 2001, se alcanzaran unos resultados por euro de patrimonio gestionado medios negativos de $-0,525$).

Clasificando a las SGIIC en terciles en función del porcentaje que suponen las comisiones devengadas sobre su patrimonio gestionado, la Tabla muestra una relación poco clara con los resultados contables. Al inicio del periodo de estudio la relación parece similar a la observada en los dos paneles anteriores, pero posteriormente se invierte en algunos años, se hace monótonamente creciente, como en 2007, monótonamente decreciente, como en 2008. Por tanto, puede concluirse que no se cumple que los mejores resultados contables por euro gestionado corresponden a las SGIIC más caras, en el sentido de pertenecer al tercil con mayores cuantías de comisión de gestión por euro gestionado. Se intuye, así, que los buenos resultados contables se obtienen por vías diferentes a las comisiones de gestión.

Cuando se mira la relación del resultado contable con la cuantía de la comisión cedida por euro gestionado, tampoco parece observarse una relación homogénea para todo el periodo de estudio. Puede resumirse diciendo que es generalmente creciente en los primeros años del análisis, pero que se transforma en decreciente al final del mismo.

Hasta aquí, el trabajo se ha centrado en estudiar la variabilidad del resultado contable obtenido en función de determinadas variables financieras de las SGIIC; pasamos ahora a analizar la relación de las cuantías relativas de las comisiones de gestión devengadas por las SGIIC con sus fondos propios, activo total y resultado contable obtenido, relativizados por su patrimonio gestionado. La idea es mejorar nuestro conocimiento sobre las variables que determinan el ratio de las comisiones cobradas por las SGIIC; en particular, se pretende arrojar algo de luz sobre si estas comisiones que las SGIIC establecen para cada uno de sus FI gestionados se determinan en función de la posición patrimonial de la Gestora.

Para ello, la Tabla 7 muestra para cada año del periodo de estudio el porcentaje que suponen las comisiones devengadas por las SGIIC sobre su patrimonio gestionado, clasificando a estas en terciles en función de sus fondos propios, activo total y resultado contable obtenido, relativizados por su patrimonio gestionado.

Los resultados son ahora mucho más concluyentes. Cuando las SGIIC se clasifican en función de sus fondos propios o en función de su activo total por euro gestionado, es evidente en la Tabla que las SGIIC

con mayores ratios de estas variables devengan unos porcentajes de comisiones de gestión superiores. Y esto es cierto para todos los años del período de estudio. Dicho de otro modo, las SGIIC más caras en términos relativos son las que tienen mayores fondos propios y un mayor activo total sobre el patrimonio que gestionan. Por ejemplo, para el último año del período muestral, 2009, el ratio de comisiones sobre el patrimonio gestionado fue de 0,0073 (0,0074), 0,0084 (0,0080) y 0,0094 (0,0098) para las SGIIC con menores, intermedios y mayores fondos propios (activo total), respectivamente. En general, puede concluirse que se aprecia una relación creciente entre la carestía de las SGIIC y su posición patrimonial en términos de fondos propios y activo total relativos al patrimonio gestionado. Aunque es destacable que esta relación no es monótona en el sentido de que las SGIIC con valores intermedios en su posición patrimonial (las del 2T) presentan ratios de comisiones devengadas inferiores a las de menores fondos propios y activo total, en varios de los años analizados.

Algo similar ocurre al clasificar a las SGIIC en terciles basados en sus resultados sobre el patrimonio. En todos los años, excepto 2001, 2002 y 2005, las SGIIC con mayores porcentajes devengados en comisiones obtuvieron los mejores resultados contables relativos. Por continuar con la ilustración anterior, en el año 2009, el ratio de comisiones sobre el patrimonio gestionado fue de 0,0074, 0,0081 y 0,0096 para las SGIIC con menores, intermedios y mayores resultados contables, respectivamente. Tampoco en este caso puede concluirse la monotonicidad de esta relación creciente.

A la vista de esta evidencia descriptiva, se plantea a continuación un análisis econométrico más riguroso que apoye o no las conclusiones anteriores. Con este objetivo se estima un modelo de regresión lineal como el descrito en la siguiente ecuación, que es estimado minimizando la suma de los errores al cuadrado, es decir, utilizando la técnica conocida como Mínimos Cuadrados Ordinarios, MCO:

$$\% \text{ Comisión}_{jt} = f(\% \text{ fondos propios}_{jt}, \% \text{ activo total}_{jt}, \% \text{ resultados contables}_{jt}, VC_{jt})$$

donde $\% \text{ Comisión}_{jt}$ es la cuantía devengada por la SGIIC j en el semestre t como comisión de gestión relativizada sobre su patrimonio gestionado,

$\% \text{ fondos propios}_{jt}$, $\% \text{ activo total}_{jt}$ y $\% \text{ resultados contables}_{jt}$ son las respectivas variables contables valoradas en el semestre t y VC_{jt} es un conjunto de variables de control, incluidas en el modelo de regresión para recoger la influencia de otras variables no relacionadas con la situación patrimonial sobre el porcentaje de comisiones y aislar así adecuadamente el efecto que nos interesa.

En la aplicación empírica se ha considerado como variable de control únicamente la cuota de mercado de cada SGIIC¹⁷. Los resultados de las estimaciones para los diferentes modelos analizados se muestran en la Tabla 8. Cada columna corresponde a un modelo diferente; así, las tres primeras columnas incluyen separadamente cada una de las tres variables contables consideradas, además, de la variable de control; las siguientes, incluyen diferentes combinaciones de las variables explicativas. La Tabla muestra el coeficiente de regresión obtenido para cada variable explicativa, así como su error estándar entre paréntesis debajo de cada coeficiente; de esta forma puede contrastarse la significatividad estadística de cada coeficiente como cociente entre ambos. Los resultados de estos contrastes se indican mediante los asteriscos que acompañan a cada coeficiente: (***) significa que el coeficiente es estadísticamente diferente de cero al 1% de significatividad, (**) indica lo mismo pero al 5% de significatividad, y (*) lo indica cuando ocurre al 10%.

Además, la Tabla muestra el número de observaciones utilizadas en cada estimación y el llamado coeficiente de determinación, R^2 , como medida de la bondad del ajuste lineal realizado, y que recoge la proporción de variabilidad total de la variable a explicar respecto de su media que es explicada por las variables explicativas utilizadas en el modelo de regresión.

Es de destacar que la capacidad explicativa de los modelos es muy baja, alcanzando como máximo un 9% en el caso de incluir las tres variables contables conjuntamente.

17. Se probó también incluyendo como variables de control los porcentajes medios de las comisiones de gestión establecidas sobre el patrimonio gestionado, y las establecidas sobre los resultados obtenidos, pero los resultados no se vieron afectados.

Además, la influencia de la variable cuota de mercado, utilizada como variable de control, no parece ser relevante en la explicación del ratio de comisiones devengadas sobre el patrimonio gestionado.

Atendiendo al efecto de las variables contables, puede verse que cuando se consideran individualmente en el modelo de regresión, modelos (1), (2) y (3), no muestran capacidad explicativa, dado que sus coeficientes no son estadísticamente diferentes de cero. Este resultado se debe, sin duda, a la ausencia de monotonidad en la relación entre el ratio de comisiones y estas variables contables, que ya se ha observado en la Tabla anterior. Nótese que un coeficiente de regresión significativamente positivo implicaría que para toda la muestra de SGIIC y para todo el período de estudio, ocurre que las SGIIC con mayor cuantía en la variable contable de referencia presentan mayores ratios de comisiones, donde el coeficiente señala precisamente la tasa de variación en este ratio de comisiones por cada incremento en la cuantía de la variable contable. Por tanto, cuando la relación no es monótona es muy difícil que un único coeficiente de regresión del modelo capture este efecto para toda la distribución condicional del ratio de comisiones.

Por ello, se decidió aplicar la regresión por cuantiles, que mide el efecto de las variables explicativas en varios puntos de la distribución de la variable a explicar¹⁸. De forma que se estima la relación entre el ratio de comisiones y las variables contables mediante la regresión por cuantiles. Los resultados de esta estimación se muestran en la segunda parte de la Tabla. Por simplificar la presentación de estos resultados, se muestran sólo los coeficientes correspondientes a las variables contables para cada uno de los 9 cuantiles considerados¹⁹.

18. Aún a riesgo de no ser excesivamente rigurosos, podría decirse que las regresiones por cuantiles dividen la variable a explicar en subconjuntos, tantos como cuantiles se consideren, según su distribución incondicional y aplican el método de regresión tradicional sobre estas variables segmentadas. De forma que puede analizarse la relación entre la variable a explicar y las explicativas en el interior de cada cuantil, y no de forma agregada, como cuando se utiliza el método de regresión tradicional, MCO.

19. Por supuesto, los resultados completos están a disposición de los lectores interesados, bajo petición a los autores. Aún así, deben señalarse dos hechos generalizados. Por un lado, en todos los modelos analizados se aprecia una significativa disminución en la cuantía del coeficiente ligado a la variable de control (cuota de mercado) al aumentar el cuantil considerado; por ejemplo, en el primer modelo este coeficiente se reduce desde 0,0269*** para el primer cuantil hasta 0,0063* en el noveno. Por otro lado, la capacidad explicativa del modelo se incrementa con el cuantil, pasando, por ejemplo para el caso del primer modelo, desde un Pseudo R^2 de 0,1375 en el primer cuantil hasta 0,2867 en el noveno.

Atendiendo a estos coeficientes se observa, por un lado, que todos son significativamente positivos y crecientes con el cuantil considerado. Así, para el caso en que se considera únicamente la variable porcentaje de fondos propios como explicativa, modelo (1), el coeficiente de la variable es 0,2243*** para el primer cuantil y 0,3737*** para el noveno. Esto indica una relación significativamente positiva entre el porcentaje de fondos propios sobre el patrimonio gestionado por la SGIIC y su ratio de comisiones, y mayor conforme aumenta el cuantil, es decir, para las SGIIC de mayores cuantías de comisiones devengadas sobre su patrimonio gestionado. La misma conclusión se deriva cuando se analiza el efecto de los porcentajes de activos totales y de los resultados contables, como se observa en los modelos (2) y (3).

El resto de modelos corresponden a estimaciones donde se utilizan como variables explicativas diferentes combinaciones de las variables contables. Debe señalarse que se calcularon los coeficientes de correlación entre las tres variables contables y se obtuvieron valores muy altos. Así, las variables que recogen los porcentajes de los activos totales y de los fondos propios se mueven a la vez, su correlación es casi perfecta, y su coeficiente de correlación alcanza 0,9995²⁰. Por el contrario, los porcentajes de resultados contables se correlacionan negativamente con las dos anteriores, con coeficientes de correlación muy negativos, inferiores incluso a -0,96 en ambos casos. Este hecho, conocido en la literatura econométrica como multicolinealidad, genera graves problemas en la fiabilidad de las estimaciones obtenidas. Aún así, se muestran en la Tabla los resultados. En la primera parte de la Tabla la alternancia en los signos de los coeficientes plasma los efectos de los problemas en la estimación reseñados. Sin embargo, cuando la estimación se realiza por cuantiles los coeficientes y su variación con el cuantil considerado siguen pautas similares a los modelos univariados (excepto en el caso de los correspondientes a la variable ratio de resultados, donde no se aprecia variabilidad).

20. Sin embargo, cuando se calcularon los coeficientes de correlación de las variables contables, pero sin relativizar sobre el patrimonio gestionado se obtuvieron resultados muy diferentes. Así, el coeficiente de correlación entre los activos totales y los fondos propios se mantuvo positivo y elevado, 0,85; mientras que los relativos a la variable resultados fueron ahora positivos: 0,62 con los fondos propios, y 0,67 con el activo total. Estos resultados parecen indicar que las SGIIC de mayores cuantías de activos totales y fondos propios obtuvieron mejores resultados contables; sin embargo, las SGIIC de mayores activos totales y fondos propios por euro de patrimonio gestionado, obtuvieron menores resultados por euro gestionado. Este es un tema de indudable interés para el sector de la gestión delegada de cartera, y que enlaza directamente con la discusión sobre el tamaño óptimo de las SGIIC y las economías de escala en esta industria.

Alternativamente a la regresión por cuantiles, se probó a reducir la variabilidad en las variables explicativas agrupándolas en terciles. El procedimiento es el siguiente: atendiendo a la cuantía de cada variable contable, las SGIIC en cada semestre se agrupan en tres bloques o terciles, las menores, las intermedias y las mayores. Así, se crea una nueva variable explicativa que toma valores 1, 2 ó 3, dependiendo de si la SGIIC en cuestión pertenece al primer, segundo o tercer tercil. Por ejemplo, la variable *Tercil % fondos propios*, en lugar de recoger las cuantías del porcentaje de fondos propios, recoge el valor 1, 2, ó 3 según el tercil en que se colocaría ese dato correspondiente a un semestre y SGIIC determinada. De esta forma quedan claramente identificadas las SGIIC con pequeños, medianos y grandes fondos propios, y en lugar de asignarles el valor de la cuantía de sus fondos propios se les asigna un 1 si son pequeños, un 2 si son intermedios ó un 3 si son grandes.

La tercera parte de la Tabla 8 muestra los resultados. Como puede observarse, los coeficientes de (los terciles de) las variables contables, cuando éstas se consideran separadamente en el modelo, son ahora significativamente positivos. Además, estos coeficientes son en cuantía muy similares a los correspondientes de las regresiones por cuantiles. Es interesante también observar que la capacidad explicativa de los modelos se ha incrementado considerablemente respecto al caso inicial en que las variables contables recogían exactamente sus cuantías; el coeficiente de determinación (el porcentaje de la variabilidad en la variable a explicar que es efectivamente explicada por las variables explicativas) es ahora cercano al 40%, superior incluso a los obtenidos en la regresión por cuantiles.

Para profundizar en el conocimiento de las relaciones tratadas, se analizó la relación anterior retardada un semestre. Es decir, en el modelo econométrico anterior se tomaron las variables explicativas no en el semestre en que se mide el ratio de comisiones devengadas, si no un semestre antes. Los resultados se muestran en la Tabla 9. Lo más destacado es que ahora la relación entre los ratios de comisiones y los de las variables contables del semestre anterior se hacen significativamente negativos y decrecientes con el cuantil considerado.

Este resultado nos muestra parcialmente la dinámica de la relación entre las variables. Por un lado, se ha observado en la Tabla anterior que



valores altos (bajos) de los ratios contables van acompañados (para las SGIIC y/o los semestres en el tiempo) de altos (bajos) ratios de comisiones por euro gestionado. Lo que aprendemos ahora es que al semestre siguiente el ratio de comisiones se hace menor (mayor). Una posible explicación de esta relación puede estar en las modificaciones en las comisiones de gestión que las SGIIC cargan a los FI. Si estas modificaciones fuesen en sentido contrario de los valores de los ratios contables, de forma que bajasen (aumentasen) en los semestres posteriores a elevados (bajos) ratios contables, el resultado sería perfectamente asumible. Sin embargo, estudios previos muestran que las modificaciones en las comisiones de gestión no son muy habituales en nuestra industria²¹. Por ello, la explicación más plausible, desde nuestro punto de vista, está en el efecto que la cuantía de los ratios contables puede tener sobre las suscripciones y reembolsos por parte de los inversores, y sobre la cuantía de patrimonio gestionado. Así, elevados (bajos) ratios contables pueden generar posteriores incrementos (descensos) en el patrimonio gestionado, y consecuentemente (suponiendo inalterada la cuantía devengada por comisiones) descensos (incrementos) en el ratio de comisiones por euro gestionado.

La relación dinámica entre estas variables, es, sin duda, de enorme interés para todos los participantes en la industria. Lo que aquí se ofrece es un primer esbozo, lejos del exhaustivo análisis que requeriría, pero que escaparía de los objetivos de este trabajo. Si aún así sirve esto para desatar la curiosidad de analistas e investigadores del área, los autores se sentirían más que satisfechos.

21. Véase al respecto el trabajo de Díaz-Mendoza y Martínez (2010) y las referencias que allí se citan sobre trabajos similares en otros países.

5. ANÁLISIS DE LAS COMISIONES DE GESTIÓN DEVENGADAS

Ya se ha indicado previamente que la normativa española establece que las comisiones de gestión pueden fijarse como un porcentaje, bien sobre el volumen de patrimonio gestionado por el FI (denominada en adelante comisión sobre patrimonio), bien sobre el rendimiento obtenido por el FI (comisión sobre resultados), o una combinación de ambas.

La literatura académica presenta a la comisión sobre resultados como la más adecuada para resolver los problemas de agencia entre inversor y gestor. El argumento esgrimido es que este tipo de comisión, al hacer depender la remuneración al gestor del resultado ofrecido al inversor, alinea mejor los intereses del gestor y del inversor al inducir en aquél un mayor esfuerzo y dedicación. Sin embargo, tanto en España como en el resto de países financieramente desarrollados y con mayor tradición en este tipo de productos, la mayoría de los FI establece la comisión de gestión exclusivamente sobre su patrimonio gestionado. Asumiendo que la unidad de decisión sobre el tipo y cuantía de la comisión de gestión es en última instancia la SGIIC, el objetivo de esta sección es examinar desde diferentes puntos de vista las Gestoras que establecen para sus FI la comisión de gestión sobre los resultados obtenidos por estos.

Así, analizaremos si las SGIIC que tienen una mejor posición financiera y obtienen mejores resultados contables son o no las que cobran comisión de gestión sobre resultados más habitualmente. En concreto, nos fijaremos en el balance y la cuenta de pérdidas y ganancias de las SGIIC, para detectar si sus estrategias referentes al tipo de comisión de gestión establecida están motivadas por su situación financiera y la rentabilidad general de la gestora.

La Tabla 10 ilustra la distribución del número de SGIIC respecto al tipo de comisión de gestión establecida, así como las comisiones medias, y el porcentaje que suponen sobre su respectivo patrimonio medio gestionado.

Así, en el primer panel de la Tabla se muestra el número de SGIIC que establecen para todos los FI que gestionan comisiones de gestión como un porcentaje del patrimonio gestionado (CP), las llamadas comisiones patrimonio. En adelante, a estas SGIIC se las denominará *SGIIC patrimonio*, por ser las que optan exclusivamente por este tipo de comisión de gestión para todos los FI que gestionan. Tal y como se ha comentado anteriormente, puede observarse cómo la mayoría de las SGIIC cargan este tipo de comisión de gestión a todos sus FI. En el primer año de estudio, 1999, son 93 SGIIC sobre un total de 127 inscritas en los registros de la CNVM (el 73%), las que establecen las comisiones de esta manera. Posteriormente, este número se va reduciendo, de forma que en la segunda parte del período, especialmente a partir del año 2006, este tipo de SGIIC no llegan al 50% del total, y suponen, por ejemplo para el año 2008, únicamente el 40% del total. Lógicamente, esta evolución temporal es la contraria para las SGIIC que deciden establecer para alguno de sus FI gestionados la comisión de gestión en función total o parcialmente del rendimiento obtenido (CR), que en adelante denominaremos como *SGIIC mixtas*. Así, en el primer año del estudio únicamente 23 SGIIC eran de este tipo, mientras que en 2008, alcanzaban ya la cifra de 49 (el 60% del total).

Debe indicarse que, tal y como se muestra en la Tabla, no ha habido ninguna SGIIC que durante alguno de los años del período de estudio haya establecido la comisión de gestión para todos sus FI ligada total o parcialmente al rendimiento obtenido, y que por analogía, denominaríamos como *SGIIC resultados*.

Estos datos referentes al número de SGIIC de cada tipo se complementan con los que aparecen en la última fila de la tabla, “número de SGIIC que no cobran nada”, y que recogen a las SGIIC que en la base de datos suministrada por la CNMV no ofrecen información sobre la cuantía de la comisión de gestión establecida, o el dato que aparece está fuera del rango permitido legalmente, lo que debe interpretarse inequívocamente como un error en la información suministrada.

En el Anexo 5 se muestra, para cada año del período de estudio, el número de FI gestionados por las SGIIC de cada tipo, patrimonio y mixtas. Evidentemente, la evolución temporal es similar a la del número de SGIIC de cada tipo. En 1999, el 71% de los FI (1.547 sobre un total

de 2.167) eran gestionados por SGIIC que establecían para todos sus FI la comisión de gestión exclusivamente sobre el patrimonio gestionado; por el contrario, al final del período estudiado, en el año 2008, eran únicamente el 31% (915 sobre un total de 2.912 FI). Alternativamente, en el año 2008, 1.997 FI (el 69% del total) eran gestionados por SGIIC denominadas mixtas, es decir, por SGIIC que establecían para alguno de sus FI la comisión de gestión total o parcialmente basada en los rendimientos obtenidos.

Debe aclararse que lo que se recoge en el primer panel del Anexo 5 es el número de FI gestionados por SGIIC patrimonio o mixtas; no se recoge, por tanto, el número de FI que establecen esta comisión en función exclusivamente del patrimonio (que podrían denominarse por analogía con la terminología utilizada para las SGIIC *Fondos patrimonio*), del resultado (*Fondos resultado*) o de una combinación de ambas (*Fondos mixtos*). El número de FI de cada uno de estos tipos se muestra en el segundo panel del Anexo 5. Como puede apreciarse, el número de FI que carga a sus partícipes la comisión de gestión total o parcialmente en función de los resultados obtenidos es muy pequeño. Así, sólo eran 101 FI en 1999 (el 4,6% del total de FI inscritos), alcanzó los 299 (el 10,6%) en el año 2006, y al final del estudio, en el año 2008, eran 231 (el 7,9%). Además, nótese que mayoritariamente, se trata de FI que establecen ambos tipos de comisiones, siendo entonces, *Fondos mixtos*; de hecho, el número de FI que carga la comisión de gestión exclusivamente sobre el rendimiento obtenido (*Fondos resultado*) no ha pasado de 9, siendo en 2008 únicamente 4.

Obviamente, al clasificar como *SGIIC mixtas* a aquellas SGIIC que, al menos para alguno de sus FI, establecen la comisión de gestión ligada total o parcialmente al resultado, no se les exige que lo hagan para todos sus FI. De hecho, los datos de la Tabla muestran que este tipo de SGIIC gestiona también FI con comisiones de gestión exclusivamente ligadas al patrimonio gestionado. Así, por ejemplo, en el año 2008, las denominadas *SGIIC mixtas* gestionaban 1.997 FI, pero de los cuales sólo 4 ligaban las comisiones exclusivamente al resultado y 227 lo hacían parcialmente. Por tanto, los restantes 1.766 FI gestionados por este tipo de SGIIC cargaban la comisión de gestión exclusivamente sobre el volumen de patrimonio gestionado. Aún siendo conscientes de estas considerables diferencias, y dado que el objetivo del trabajo es el análisis

del sector de SGIIC, no de los FI, se ha mantenido la clasificación de las SGIIC establecida anteriormente. La idea que sustenta tal decisión es que las SGIIC que establecen para todos sus FI la comisión de gestión exclusivamente en función del volumen de patrimonio gestionado pueden presentar comportamientos significativamente diferentes de las SGIIC que, al menos para alguno de sus FI, ligan esta comisión de gestión al menos parcialmente a los rendimientos obtenidos por el Fondo. Aunque estas últimas no mantienen este comportamiento para todos sus Fondos²², el simple hecho de que lo hagan para alguno de ellos indica una actitud significativamente distinta, entendemos, a la de las SGIIC que siempre cargan la comisión sobre el patrimonio gestionado por sus Fondos, sin ninguna relación ni compromiso con la obtención de rendimientos interesantes para los partícipes o inversores.

La Tabla también muestra para cada tipo de SGIIC la cuantía media en cada año del estudio de las comisiones de gestión establecidas y el porcentaje que la cuantía devengada supone sobre el patrimonio medio gestionado por éstas.

Si analizamos en primer lugar las *SGIIC patrimonio*, se observa un ligero descenso en la comisión de gestión, desde el 1,40% sobre el volumen gestionado en el año 1999 hasta el 1,24% en 2008, con valor medio global de 1,29%. Puede concluirse, así, la observación de un ligero abarataamiento en el coste que los partícipes en FI deben soportar por participar en esta industria. Si se comparan estos valores con los límites máximos que la normativa establece, y que para la mayoría del período de estudio es un 2,25% para los FIM y un 1% para los FIAMM²³, se concluye que estas SGIIC establecen para sus FI comisiones de gestión relativamente cercanas a los máximos establecidos, aunque se aprecia un ligero descenso en los últimos años del estudio. Similares conclusiones se derivan cuando se analizan las cuantías de estas comisiones de gestión devengadas relativas al patrimonio medio gestionado por las SGIIC; se aprecia un descenso desde el 1,34% en el año 1999 hasta el 0,94% en 2008, con valor medio global de 1,09%.

22. De hecho, recuérdese que no hay en la muestra analizada ninguna SGIIC que cargue a todos sus FI la comisión de gestión en función de sus rendimientos, aunque sea parcialmente. No hay en la muestra, por tanto, lo que denominamos *SGIIC resultados*.

23. Véase el Anexo 4, que muestra los límites máximos que establecen las diferentes normativas aplicables al período de estudio sobre las comisiones de gestión, para los FI de carácter financiero.

Para las *SGIIC mixtas*, los valores son muy similares. Esto implica que estas SGIIC establecen la parte de la comisión de gestión que ligan al patrimonio gestionado en valores similares (aunque ligeramente inferiores, como puede apreciarse para la mayoría de los años) a como lo hacen las *SGIIC patrimonio*. Adicionalmente, establecen otra parte de esta comisión ligada a los rendimientos de los FI gestionados. La media de esta parte de la comisión de gestión (incluyendo la de los Fondos que no la establecen) va desde el 1,42% sobre el rendimiento en el año 1999 hasta el 0,91% en 2008²⁴. En agregado, y sumando ambos componentes, la cuantía devengada por estas comisiones sobre el patrimonio medio gestionado, es sólo ligeramente superior a la correspondiente a las *SGIIC patrimonio*. Con lo que puede concluirse, contrariamente a lo que podría presuponerse, que no se aprecian diferencias significativas en el coste final para el partícipe de los FI gestionados por *SGIIC mixtas* frente al de los gestionados por *SGIIC patrimonio*. Incluso, en los dos últimos años de la muestra, esta relación de costes parece haber ido en sentido contrario; como ejemplo, en el año 2008 la cuantía de las comisiones devengadas por las *SGIIC patrimonio* sobre su patrimonio gestionado fue significativamente superior (0,94%) al correspondiente a las *SGIIC mixtas* (0,84%).

Como complemento a la Tabla 10 anterior, en la Tabla 11 se analiza con más detalle a las SGIIC que establecen, para alguno de sus FI, la comisión de gestión de alguna forma ligada a los rendimientos. En el primer panel se recoge la distribución del número de estas SGIIC en función del número de sus *Fondos resultado o mixtos*. Así, se muestra, para cada año, el número de SGIIC con, 1, 2, etc. FI con comisión de gestión ligada total o parcialmente a los resultados. Por ejemplo, en 1999, de las 23 SGIIC de este tipo, 7 gestionan sólo un *Fondo resultado o mixto*, 5 SGIIC gestionan dos de estos FI, etc.²⁵. Puede observarse que como media para la totalidad del período analizado, más del 50% de las *SGIIC mixtas* gestionan uno o dos FI con comisiones ligadas de alguna forma a los resultados.

24. Recuérdese que en el cómputo de estas medias se incluyen todos los FI gestionados por *SGIIC mixtas*, y no sólo los *Fondos mixtos*. Por ello, la media de la comisión de resultados incorpora muchos FI en los que ésta toma el valor cero, lo que la aleja de los máximos legales permitidos del 9% según la normativa actual (véase el anexo 4). Además, debe considerarse que la cuantía finalmente devengada por esta parte de la comisión de gestión ligada a los rendimientos obtenidos por los FI gestionados por las *SGIIC mixtas*, depende, lógicamente, de estos rendimientos logrados.

25. Recuérdese que para este año 1999 hay 620 FI gestionados por *SGIIC mixtas*, pero sólo 101 de ellos son *Fondos mixtos* y ninguno *Fondo resultado*.

De mayor interés, en nuestra opinión, es el segundo panel de esta Tabla, donde se muestra la distribución del número de SGIIC en función del porcentaje que suponen sus *Fondos resultado o mixtos* sobre el total de su patrimonio gestionado. Así, en el año 1999 hay 4 SGIIC para las que sus FI que cargan las comisiones de gestión ligadas al resultado obtenido suponen menos del 5% del patrimonio gestionado por la SGIIC, 3 SGIIC en las que este porcentaje supone entre el 5% y el 10%, .etc. Es de destacar que, para este mismo año, hay 8 SGIIC con más del 50% de su patrimonio gestionado en FI con comisiones de gestión ligadas total o parcialmente a su rendimiento. Obviamente, cuanto mayor es el porcentaje del patrimonio gestionado por la SGIIC con comisiones de gestión sobre el rendimiento, mayor es el grado de implicación de esta SGIIC con la obtención de rendimientos para el partícipe. Así, si consideramos que gestionar más del 50% del patrimonio en *Fondos resultados o mixtos* por parte de la SGIIC es ilustrativo de un alto grado de compromiso de ésta con el partícipe, la tabla muestra que a lo largo del período de estudio ha habido entre 5 y 11 SGIIC de este tipo. Esto supone un porcentaje relativamente alto sobre el número de SGIIC que hemos denominado mixtas, y aún sobre el número total de SGIIC existentes en la muestra. Por ejemplo, en el año 1999, el 6,3% de las SGIIC (8 sobre un total de 127) pueden considerarse con alto grado de compromiso con el partícipe; el porcentaje se incrementó hasta el 10% en el año 2005 y era casi del 7% en el último año del estudio, 2008.

Finalmente, la Tabla 12 ilustra las características diferenciadoras, agregadas para todo el período de estudio, de las SGIIC con y sin FI que cobren sobre resultados; es decir las *SGIIC mixtas* respecto a las *SGIIC patrimonio*. Se muestran las diferentes respecto al volumen de patrimonio gestionado, la cuantía de comisiones y gastos totales, la rentabilidad, y la situación patrimonial en términos de activo total, fondos propios y resultados del ejercicio.

A la vista de la significatividad estadística de las diferencias, puede concluirse de la Tabla 12 que las *SGIIC mixtas* son de mayor tamaño en términos del volumen de patrimonio gestionado, cuantía del activo total y fondos propios. En cambio, no se aprecian diferencias significativas en la cuantía de gastos totales, aunque vuelve a recogerse un ligero menor coste de las *SGIIC mixtas* en la cuantía de la comisión de gestión sobre el patrimonio. Tampoco se observan diferencias destacables en la rentabilidad, tanto si se mide como la rentabilidad de los FI gestionados como si se hace a través del resultado del ejercicio.

6. CONCLUSIONES FINALES

El presente trabajo pretende analizar con detalle las SGIIC en nuestro país, durante el período 1999-2009. Dado que son estas SGIIC las que administran y gestionan las inversiones de los FI, constituyen una parte esencial de la industria de la delegación de cartera, por lo que su estudio debe complementar el más habitual en la literatura financiera basada fundamentalmente en los FI a nivel individual. En este sentido, este trabajo constituye un primer acercamiento al estudio de las SGIIC en nuestro país, y esperaríamos que iniciara una línea de investigación sobre estas entidades.

En particular, el trabajo, además de ofrecer una panorámica descriptiva de las principales magnitudes y características del sector de SGIIC en nuestro país, aborda en detalle dos objetivos esenciales, aunque centrados ambos en los costes que para el inversor tiene la participación en esta industria. Por un lado, se pretende analizar la relación entre la situación financiera contable de las SGIIC y la cuantía de las comisiones de gestión cobradas a los FI. El objetivo de analizar si la determinación de estas comisiones tiene en cuenta el resultado contable y la posición patrimonial de la Gestora. Por otro lado, el estudio analiza en detalle las SGIIC que establecen la comisión de gestión en función de la rentabilidad obtenida por el Fondo, en vez de aplicarla en base al volumen de patrimonio gestionado por el mismo. Entendiendo que la decisión de ligar los ingresos de las SGIIC a la rentabilidad generada para los partícipes supone un compromiso explícito con los intereses del inversor, creemos que estudiar las características de estas particulares SGIIC más comprometidas con la rentabilidad generada puede aportar valor añadido a los participantes en la industria.

El análisis estadístico de las SGIIC permite identificar interesantes características del sector. Así, se ha visto que, mientras el número de FI ofrecidos a los inversores ha ido incrementándose a lo largo del período de estudio, el número de SGIIC se ha mantenido relativamente estable. Además, se ha encontrado que el sector sufre un elevado grado de



concentración, una limitada diversificación en cuanto a la tipología de FI ofrecidos, y más relacionado con los objetivos del estudio, un descenso en la cuantía de la comisiones de gestión devengadas (y del porcentaje que éstas suponen sobre el patrimonio medio gestionado) a lo largo del período de estudio.

Centrándonos en los dos esenciales objetivos del trabajo, las conclusiones que pueden derivarse del trabajo realizado son las siguientes.

Se ha identificado una relación creciente, aunque no monótona, entre la carestía de las SGIIC y su posición patrimonial; es decir, las SGIIC con mayores ratios contables (activo total, fondos propios y resultados contables sobre el patrimonio gestionado) devengan unos porcentajes de comisiones de gestión superiores. Esta conclusión se basa tanto en análisis estadísticos, como en modelizaciones econométricas más rigurosas.

El análisis de las SGIIC que establecen la comisión de gestión en función de la rentabilidad obtenida por el Fondo nos permite concluir que, al igual que ocurre en otros países de nuestro entorno económico, su presencia en nuestro país es muy escasa. Así, el número de SGIIC que establecieron para alguno de sus FI la comisión de gestión en función total o parcialmente del rendimiento obtenido (*SGIIC mixtas*) en el primer año del estudio fue únicamente de 23, aunque se incrementó hasta 49 (el 60% del total) en el año 2008. Además, más del 50% de estas *SGIIC mixtas* gestionan únicamente uno o dos FI con comisiones ligadas de alguna forma a los resultados. Sin embargo, es destacable que a lo largo del período analizado entre 5 y 11 SGIIC gestionaron más del 50% de su patrimonio en FI con comisiones de gestión ligadas total o parcialmente a su rendimiento, lo que implica un alto grado de compromiso de éstas con el partícipe. Finalmente, de la comparativa de las SGIIC *patrimonio* y *mixtas* se concluyó que las primeras son en general de mayor tamaño, aunque no se apreciaron diferencias significativas respecto a los gastos totales ni a la rentabilidad obtenida.

7. BIBLIOGRAFÍA

Cambón, M. I. y R. Losada, 2012. “Competencia y estructura de la industria de fondos de inversión en España: el papel de las entidades de crédito”. *DT nº 54, CNMV*.

Cambón M. I. y R. Losada, 2012. “Evolución de las sociedad gestoras de fondos de inversión y de su oferta desde 1995 hasta 2010”. *Boletín Trimestral* de la CNMV, I trimestre, 87-108.

Circular 7/2008 de la CNMV, de 26 de noviembre, sobre normas contables, cuentas anuales y estados de información reservada de las Empresas de Servicios de Inversión, Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva y Sociedades Gestoras de Entidades de Capital-Riesgo.

Circular 1/2009, de 4 de febrero, de la CNMV, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora.

Díaz-Mendoza, A. C. y M. A. Martínez, 2007. “La remuneración sobre resultados a los gestores de los fondos de inversión españoles”, *CONOCIMIENTO, INNOVACIÓN Y EMPRENDEDORES: CAMINO AL FUTURO*, 495-508. ISBN: 978-84-690-3573-3.

Díaz-Mendoza, A. C. y M. A. Martínez, 2008. “La elección del tipo de comisión de gestión en los Fondos de Inversión españoles”. *Análisis Financiero*, nº 106, 16-23.

Díaz-Mendoza, A. C. y M. A. Martínez, 2009. “The choice of performance-based fees in the mutual fund industry: the case of Spain”, *Investment Management and Financial Innovations*, Vol. 6, Issue 3, 7-17.

Díaz-Mendoza, A. C. y M. A. Martínez, 2010. “The dynamic of management fees in the mutual fund industry”, Capítulo 2 de la Tesis Doctoral ESTUDIO DE LAS COMISIONES DE GESTIÓN DE LOS FONDOS DE INVERSIÓN ESPAÑOLES.



Díaz-Mendoza, A. C., López-Espinosa, G. y M. A. Martínez, 2012. "The Efficiency of Performance-based-fee Funds", aceptado para publicación en *European Financial Management*, DOI: 10.1111/j.1468-036X.2012.00654.x.

Fernández, P. y J. del Campo, 2010. "Ranking de gestoras de fondos de inversión en España. 1994-2009," *IESE Research Papers D/847*, IESE Business School.

Fernández, P. Aguirreamalloa, J y L. Corres, 2011. "Ranking de gestoras de fondos de inversión en España. 1991-2010," *IESE Research Papers D/903*, IESE Business School.

Gallagher, S., Kaniel, R. y L. T. Starks, 2006. "Madison Avenue Meets Wall Street: Mutual Fund Families, Competition and Advertising", *Capital Markets: Market Efficiency eJournal* DOI:10.2139/ssrn.879775.

Gaspar, J., M. Massa y P. Matos, 2006. "Favoritism in mutual fund families? Evidence on strategic cross-fund subsidization", *Journal of Finance* 61, 73-104.

Gil-Bazo, J. y M. A. Martínez, 2004. "The Black Box of Mutual Fund Fees" *Revista de Economía Financiera*, 4, 54-82.

Gil-Bazo, J. y M. A. Martínez, 2006. "Determinantes de las Comisiones de los Fondos de Inversión". *Revista de la Bolsa de Madrid*, Vol. 154, 58-61.

Guedj, I. y J. Papastaikoudi, 2005. "Can Mutual Fund Families Affect the Performance of Their Funds?", *Working paper*, MIT.

Kempf, A. y S. Ruenzi, 2007. "Tournaments in mutual-fund families", *Review of Financial Studies* 21, 1013-1036.

Kempf, A. y S. Ruenzi, 2008. "Family Matters: Rankings within Fund Families and Fund Inflows", *Journal of Business Finance & Accounting*, 35 (1-2), 177-199.

Koenker, R. y G. Bassett, 1978. "Regression quantiles". *Econometrica* 46, 33-50.

Khorana, A. y H. Servaes, 2004. "Conflicts of Interest and Competition in the Mutual Fund Industry," *Working Paper*, Georgia Institute of Technology.

-Khorana, A., Servaes H. y P. Tufano, 2005. "Explaining the size of the mutual fund industry around the world", *Journal of Financial Economics* 78 (1), 145-185.

Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de Instituciones de Inversión Colectiva.

Mamaysky, H., y M. Spiegel, 2002, "A Theory of Mutual Funds: Optimal Fund Objectives and Industry Organization," *Working Paper*, Yale University.

Massa, M., 2003. "How do family strategies affect fund performance? When performance maximization is not the only game in town", *Journal of Financial Economics* 67, 249-304.

Real Decreto 1082/2012, de 13 de julio, por el que se aprueba el Reglamento de desarrollo de la Ley 35/2003, de 4 de noviembre, de instituciones de inversión colectiva.

Siggelkow, N., 2003. "Why focus? A study of intraindustry focus effects", *Journal of Industrial Economics* 51, 121-150.

Tower, E. y W. Zheng, 2008. "Ranking mutual fund families: minimum expenses and maximum loads as markers for moral turpitude", *International Review of Economics*, 55 (4), 315-350.

8. TABLAS

Tabla I

Estadísticas descriptivas de todas las variables utilizadas en la muestra para la totalidad del período de estudio, separadas para los FI y para las SGIIC

Variable	Nº observaciones	Media	Desv. Típica	Mínimo	Máximo
FONDOS DE INVERSIÓN					
Patrimonio gestionado	316.480	82.884,39	243.400,7	0	9.168.521
Agregado del patrimonio gestionado	316.480	2,18e +08	3,60e +07	1,67e +08	2,77e +08
Rentabilidad	314.106	0,028	3,362	-100	102,61
Comisión de gestión sobre patrimonio	315.299	1,266	0,698	0	2,5
Comisión de gestión sobre resultados	316.462	0,630	2,752	0	20
Gastos	26.071	1,461	0,774	-0,02	19,26
% de FI de RV	316.853	0,306	0,461	0	1
% de FI de RF	316.853	0,330	0,470	0	1
% de FI FGL	316.853	0,096	0,295	0	1
% de FI GARANT	316.853	0,265	0,441	0	1
SOCIEDADES GESTORAS					
Patrimonio gestionado	2.643	1.952.944	6.178.558	0	6.47e +07
Agregado del patrimonio gestionado	2.643	2,33e +08	3,95e +07	1,91e +08	3,09e +08
Activo Total	2.621	17.975,86	48.614,05	0	517.784
Fondos propios	2.621	10.522,55	21.738,29	-9.120	192.011
Resultado del ejercicio	2.621	2.712,826	11.009,06	-20.326	248.019
Comisiones devengadas	2.621	15.823,59	56.077,63	0	742.196
Comisiones devengadas sobre el patrimonio medio gestionado	2.642	0,753	0,441	0	4,16
Comisiones cedidas	2.621	11.248,61	45.733,91	0	608.799
Comisiones cedidas sobre el patrimonio medio gestionado	2.643	0,356	0,363	0	5,15

Tabla 2

Estadísticas descriptivas de la muestra, basadas en el último mes de cada año. Se muestra la evolución del número de SGIIC, FI, el valor del patrimonio gestionado por los FI, así como los primeros cuartiles de la cuota de mercado de las SGIIC

Fecha	Nº de SGIIC	Nº de FI	Patrimonio Gestionado (Miles de €)	Cuota de Mercado (Cuartil 5%)	Cuota de Mercado (Cuartil 10%)	Cuota de Mercado (Cuartil 15%)
31/12/1999	127	2.167	206.628.798	56,26	72,10	80,28
31/12/2000	124	2.451	186.207.576	57,97	73,84	80,44
31/12/2001	123	2.557	181.353.318	58,98	74,78	80,96
31/12/2002	124	2.508	174.765.439	59,38	74,79	81,10
31/12/2003	121	2.523	210.690.066	60,61	75,35	81,84
31/12/2004	116	2.594	236.113.460	60,60	75,59	81,92
31/12/2005	113	2.705	262.200.880	57,79	73,53	79,93
31/12/2006	114	2.825	270.406.318	55,98	72,23	79,10
31/12/2007	120	2.926	255.040.929	53,98	70,98	78,34
31/12/2008	120	2.912	175.850.353	56,00	71,46	77,94
31/12/2009	120	2.713	167.139.648*	53,47	69,13	76,46

* Dato correspondiente al mes de Junio de 2009

Tabla 2.1

Listado de las diez SGIIC con mayor cuota de mercado en el primer y último mes del periodo analizado, y en diciembre del año 2005

	1999	Cuota Mercado	2005	Cuota Mercado	2009	Cuota Mercado
1	Bsch Gestion	23,01%	Bsch Gestion	22,18%	Bbv Gestinova	16,70%
2	Bbv Gestinova	12,46%	Bbv Gestinova	15,56%	Bsch Gestion	15,47%
3	Argentaria Gestion	7,03%	Gescaixa I	7,65%	Gescaixa I	9,26%
4	Gescaixa I	5,25%	Bansabadell Inversion	4,29%	Gesinca Inversiones	4,49%
5	Gesinca Inversiones	4,53%	Gesinca Inversiones	4,09%	Gesmadrid	3,99%
6	Gesmadrid	3,99%	Gesmadrid	4,02%	Sogeval	3,55%
7	Sogeval	3,24%	Gesbankinter	3,35%	Gesbankinter	3,35%
8	Gesbankinter	2,91%	Sogeval	3,28%	Bansabadell Inversion	2,96%
9	Bansabadell Inversion	2,14%	Barclays Fondos	2,58%	Ibercaja Gestion	2,61%
10	Ab Gestion Fondos	1,94%	Ibercaja Gestion	1,91%	Barclays Fondos	2,30%
Total		66,50%	Total	68,90%	Total	64,68%

Tabla 3
Distribución del número de SGIC en función de las vocaciones inversoras de los FI que gestionan

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Nº total de SGIC	127	124	123	124	121	116	113	114	120	120
Nº de SGIC con FI de sólo 1 vocación inversora	25	23	19	24	22	19	15	20	27	28
Nº de SGIC con FI de sólo 2 vocaciones inversoras	8	8	10	9	9	8	8	7	5	4
Nº de SGIC con FI de sólo 3 vocaciones inversoras	10	11	11	9	10	10	10	8	9	11
Nº de SGIC con FI de sólo 4 vocaciones inversoras	12	11	10	8	9	10	12	11	10	8
Nº de SGIC con FI de sólo 5 vocaciones inversoras	11	6	8	8	9	10	10	8	11	9
Nº de SGIC con FI de sólo 6 vocaciones inversoras	5	8	7	6	5	2	3	7	4	7
Nº de SGIC con FI de sólo 7 vocaciones inversoras	13	8	12	7	7	5	5	3	4	6
Nº de SGIC con FI de sólo 8 vocaciones inversoras	4	6	3	7	5	6	3	7	7	5
Nº de SGIC con FI de sólo 9 vocaciones inversoras	9	8	6	4	3	4	5	10	7	10
Nº de SGIC con FI de sólo 10 vocaciones inversoras	8	10	8	4	6	6	7	3	6	4
Nº de SGIC con FI de sólo 11 vocaciones inversoras	9	9	11	8	5	5	5	7	7	6
Nº de SGIC con FI de sólo 12 vocaciones inversoras	4	5	6	3	3	7	6	4	2	3
Nº de SGIC con FI de sólo 13 vocaciones inversoras	5	7	6	5	7	4	4	3	5	2
Nº de SGIC con FI de sólo 14 vocaciones inversoras	4	3	6	4	5	1	5	5	5	5
Nº de SGIC con FI de sólo 15 vocaciones inversoras		1		7	5	8	7	4	1	2
Nº de SGIC con FI de sólo 16 vocaciones inversoras				4	5	4	1	1	4	3

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Nº de SGIIC con FI de sólo 17 vocaciones inversoras				3	2	3	4	6	1	3
Nº de SGIIC con FI de sólo 18 vocaciones inversoras				4	4	4	3		5	3
Nº de SGIIC con FI de 19 vocaciones inversoras										1
Nº de SGIIC con >50% Patr. Gestionado en FI de RV	24	24	21	17	15	14	17	16	14	10
Nº de SGIIC con >50% Patr. Gestionado en FI de RF	77	63	67	70	65	56	47	42	41	58
Nº de SGIIC con >50% Patr. Gestionado en FI de FGL	2	4	7	6	6	12	15	15	16	14
Nº de SGIIC con >50% Patr. Gestionado en FI GARANT	4	4	3	4	2	2	3	3	3	5

Tabla 4

Cuantías medias para la industria de SGIIC de los datos contables utilizados en el estudio, activo total, fondos propios y resultado del ejercicio, basadas en el segundo semestre de cada año

Fecha	Activo Total (Miles de €)	Fondos propios (Miles de €)	Resultado del ejercicio (Miles de €)
31/12/1999	16.232,2	9.246,34	5.198,88
31/12/2000	16.464,2	9.579,23	5.327,13
31/12/2001	16.214,1	9.191,61	3.722,21
31/12/2002	14.828,8	8.567,06	2.392,60
31/12/2003	15.458,9	8.907,53	2.531,47
31/12/2004	16.393,9	9.188,97	2.902,20
31/12/2005	18.952,5	10.405,9	3.639,30
31/12/2006	22.136,5	11.928,5	4.285,11
31/12/2007	21.878,6	13.258,0	4.365,23
31/12/2008	20.306,6	14.174,0	2.890,79
31/12/2009	18.363,5	13.122,0	1.317,32

Tabla 5. Estadísticas descriptivas de las cuantías en miles de Euros de la media de las comisiones devengadas y cedidas, así como del porcentaje que suponen sobre el patrimonio medio gestionado, basados en el segundo semestre de cada año

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Cuantía comisiones de gestión devengadas	22.810,67	23.139,59	19.898,52	18.298,16	19.391,09	22.323,83	25.171,98	26.846,63	24.488,67	16.910,58	13.140,24
(% sobre patrimonio medio gestionado)	1,25%	1,18%	1,12%	1,04%	0,98%	0,97%	1,02%	0,98%	0,86%	0,76%	0,75%
Cuantía comisiones cedidas	14.403,84	14.586,87	13.126,39	13.355,98	14.466,72	16.688,83	18.576,36	19.794,98	17.962,97	13.329,4	9.564,375
(% sobre patrimonio medio gestionado)	0,58%	0,55%	0,51%	0,51%	0,45%	0,45%	0,47%	0,47%	0,42%	0,37%	0,34%
TER (Total Expense Ratio)	1,60%	1,39%	1,39%	1,52%	1,51%	1,44%	1,48%	1,56%	1,41%	1,34%	ND

Tabla 6
Características del resultado contable sobre el patrimonio gestionado

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Media	-0,0076	0,0003	-0,5250	-0,0017	0,0012	0,0019	-0,0057	0,0008	0,0017	0,0005	0,0016
1T de los Fondos Propios s/ el patrimonio gestionado	0,0020	0,0022	0,0011	0,0011	0,0009	0,0009	0,0009	0,0013	0,0011	0,0009	0,0004
2T de los Fondos Propios s/ el patrimonio gestionado	0,0030	0,0029	0,0020	0,0020	0,0014	0,0015	0,0012	0,0017	0,0021	0,0006	0,0009
3T de los Fondos Propios s/ el patrimonio gestionado	-0,0281	-0,0041	-1,5781	-0,0082	0,0013	0,0035	-0,0195	-0,0006	0,0020	0,0002	0,0034
1T del Activo Total s/ el patrimonio gestionado	0,0018	0,0017	0,0014	0,0010	0,0008	0,0009	0,0010	0,0011	0,0011	0,0008	0,0004
2T del Activo Total s/ el patrimonio gestionado	0,0031	0,0028	0,0017	0,0015	0,0013	0,0017	0,0015	0,0017	0,0018	0,0005	0,0012
3T del Activo Total s/ el patrimonio gestionado	-0,0281	-0,0035	-1,5780	-0,0076	0,0014	0,0032	-0,0199	-0,0004	0,0022	0,0003	0,0032
1T de la Comisión devengada s/ el patrimonio gestionado	-0,0204	0,0007	-0,8270	-0,0039	0,00095	0,0030	-0,0001	0,0002	0,0011	0,0030	0,0042
2T de la Comisión devengada s/ el patrimonio gestionado	0,0025	0,0015	0,0014	0,0005	0,0007	0,0009	0,0016	-0,0003	0,0011	0,0007	0,0001
3T de la Comisión devengada s/ el patrimonio gestionado	0,0008	-0,0006	-0,3459	-0,0018	0,0016	0,0015	-0,0140	0,0018	0,0027	-0,0026	0,0013
1T de la Comisión Cedida s/ el patrimonio gestionado	-0,0148	-0,0004	-0,8191	-0,0029	0,0016	0,0029	-0,0100	0,0006	0,0020	0,0012	0,0037
2T de la Comisión Cedida s/ el patrimonio gestionado	0,0016	0,0005	-0,0002	0,0004	0,0008	0,0003	0,0007	0,0011	0,0013	-0,0001	0,0009
3T de la Comisión Cedida s/ el patrimonio gestionado	0,0013	0,0022	0,0008	0,0001	0,0004	0,0008	0,0008	0,0012	0,0013	-0,0008	0,0009

Tabla 7
Características de las Comisiones de gestión devengadas sobre el patrimonio gestionado

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Media	0,0134	0,0150	0,3062	0,0131	0,0102	0,0229	0,0189	0,0112	0,0099	0,0107	0,0084
1T de los Fondos Propios s/ el patrimonio gestionado	0,0131	0,0142	0,0115	0,0107	0,0088	0,0087	0,0087	0,0090	0,0100	0,0092	0,0073
2T de los Fondos Propios s/ el patrimonio gestionado	0,0127	0,0159	0,0105	0,0109	0,0095	0,0098	0,0099	0,0100	0,0093	0,0106	0,0084
3T de los Fondos Propios s/ el patrimonio gestionado	0,0144	0,0149	0,8968	0,0176	0,0123	0,0507	0,0385	0,0145	0,0106	0,0125	0,0094
1T del Activo Total s/ el patrimonio gestionado	0,0126	0,0135	0,0113	0,0106	0,0089	0,0085	0,0089	0,0090	0,0098	0,0089	0,0074
2T del Activo Total s/ el patrimonio gestionado	0,0129	0,0129	0,0108	0,0111	0,0094	0,0098	0,0094	0,0101	0,0092	0,0102	0,0080
3T del Activo Total s/ el patrimonio gestionado	0,0148	0,0185	0,8967	0,0174	0,0123	0,0510	0,0389	0,0145	0,0108	0,0131	0,0098
1T del Resultado s/ el patrimonio gestionado	0,0125	0,0136	0,8944	0,0155	0,0097	0,0107	0,0353	0,0115	0,0087	0,0102	0,0074
2T del Resultado s/ el patrimonio gestionado	0,0133	0,0139	0,0118	0,0118	0,0095	0,0105	0,0105	0,0104	0,0097	0,0107	0,0081
3T del Resultado s/ el patrimonio gestionado	0,0144	0,0174	0,0125	0,0118	0,0114	0,0480	0,0106	0,0116	0,0115	0,0114	0,0096

Tabla 8
Estimación econométrica de la relación entre las comisiones devengadas sobre el patrimonio gestionado y la situación patrimonial

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	% Comisión	% Comisión	% Comisión	% Comisión	% Comisión	% Comisión	% Comisión
Constante	0,8030*** (0,009)	0,8030*** (0,009)	0,8027*** (0,009)	0,8026*** (0,009)	0,8046*** (0,009)	0,8031*** (0,009)	0,8032*** (0,009)
% fondos propios	0,0004 (0,001)			-0,1656*** (0,044)	0,4440** (0,212)	-0,0194*** (0,005)	
% activo total		0,0004 (0,001)		0,1390*** (0,037)	-0,4330** (0,198)		-0,0184*** (0,005)
% resultados contables			-0,0119 (0,008)		-0,4654*** (0,159)	-0,1252*** (0,029)	-0,1410*** (0,033)
cuotagestora	-0,0010 (0,003)	-0,0010 (0,003)	-0,0010 (0,003)	-0,0010 (0,003)	-0,0010 (0,003)	-0,0010 (0,003)	-0,0010 (0,003)
Nº Observaciones	2.459	2.459	2.459	2.459	2.459	2.459	2.459
R ²	0,000	0,000	0,001	0,006	0,009	0,007	0,008
q1 % fondos propios	0,2243*** (0,014)			-0,0183 (0,065)	-0,0206 (0,058)	0,0907*** (0,026)	
q2 % fondos propios	0,2048*** (0,014)			-0,0021 (0,045)	-0,1193** (0,056)	0,0621*** (0,021)	
q3 % fondos propios	0,2213*** (0,010)			0,0101 (0,038)	-0,0205 (0,037)	0,1100*** (0,022)	

VARIABLES	(1) % Comisión	(2) % Comisión	(3) % Comisión	(4) % Comisión	(5) % Comisión	(6) % Comisión	(7) % Comisión
q4 % fondos propios	0,2288*** (0,008)			0,0390 (0,027)	0,0030 (0,036)	0,1318*** (0,016)	
q5 % fondos propios	0,2401*** (0,005)			0,0399 (0,031)	-0,0020 (0,032)	0,1306*** (0,012)	
q6 % fondos propios	0,2588*** (0,008)			0,0733** (0,037)	0,0312 (0,040)	0,1416*** (0,012)	
q7 % fondos propios	0,2895*** (0,007)			0,0546 (0,037)	0,0503 (0,036)	0,1627*** (0,013)	
q8 % fondos propios	0,3100*** (0,012)			0,1015** (0,046)	0,0186 (0,043)	0,2000*** (0,016)	
q9 % fondos propios	0,3737*** (0,012)			0,1265*** (0,037)	0,0778** (0,031)	0,2176*** (0,026)	
q1 % activo total		0,2263*** (0,013)		0,2446*** (0,062)	0,1295*** (0,048)		0,0965*** (0,022)
q2 % activo total		0,2105*** (0,008)		0,2126*** (0,041)	0,1912*** (0,057)		0,0884*** (0,025)
q3 % activo total		0,2253*** (0,008)		0,2155*** (0,034)	0,1410*** (0,043)		0,1430*** (0,016)
q4 % activo total		0,2312*** (0,007)		0,1939*** (0,026)	0,1337*** (0,042)		0,1619*** (0,009)

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
VARIABLES	% Comisión	% Comisión	% Comisión	% Comisión	% Comisión	% Comisión	% Comisión
q5 % activo total		0,2402*** (0,005)		0,2003*** (0,031)	0,1401*** (0,035)		0,1541*** (0,015)
q6 % activo total		0,2611*** (0,008)		0,1878*** (0,037)	0,1173*** (0,040)		0,1557*** (0,014)
q7 % activo total		0,2907*** (0,007)		0,2370*** (0,035)	0,1183*** (0,036)		0,1777*** (0,014)
q8 % activo total		0,3135*** (0,012)		0,2152*** (0,043)	0,1900*** (0,046)		0,2152*** (0,016)
q9 % activo total		0,3762*** (0,008)		0,2503*** (0,036)	0,1585*** (0,040)		0,2377*** (0,019)
q1 % resultados contables			0,2248*** (0,013)		0,1444*** (0,021)	0,1559*** (0,023)	0,1435*** (0,016)
q2 % resultados contables			0,2033*** (0,011)		0,1424*** (0,023)	0,1536*** (0,020)	0,1345*** (0,019)
q3 % resultados contables			0,2215*** (0,010)		0,1290*** (0,022)	0,1402*** (0,019)	0,1133*** (0,012)
q4 % resultados contables			0,2205*** (0,007)		0,1193*** (0,013)	0,1246*** (0,015)	0,1056*** (0,010)
q5 % resultados contables			0,2333*** (0,006)		0,1238*** (0,014)	0,1295*** (0,011)	0,1136*** (0,012)

VARIABLES	(1) % Comisión	(2) % Comisión	(3) % Comisión	(4) % Comisión	(5) % Comisión	(6) % Comisión	(7) % Comisión
q6 % resultados contables			0,2500*** (0,007)		0,1312*** (0,011)	0,1375*** (0,008)	0,1235*** (0,009)
q7 % resultados contables			0,2788*** (0,008)		0,1341*** (0,010)	0,1406*** (0,011)	0,1264*** (0,010)
q8 % resultados contables			0,2953*** (0,012)		0,1244*** (0,014)	0,1350*** (0,014)	0,1234*** (0,012)
q9 % resultados contables			0,3674*** (0,011)		0,1487*** (0,016)	0,1676*** (0,025)	0,1438*** (0,019)
Constante	0,5178*** (0,009)	0,5148*** (0,009)	0,5293*** (0,009)	0,5141*** (0,009)	0,4961*** (0,009)	0,4974*** (0,009)	0,4958*** (0,009)
Tercil % fondos propios	0,2429*** (0,006)			0,0253 (0,027)	-0,0168 (0,026)	0,1362*** (0,009)	
Tercil % activo total		0,2473*** (0,006)		0,2226*** (0,027)	0,1642*** (0,027)		0,1484*** (0,009)
Tercil % resultados contables			0,2421*** (0,006)		0,1250*** (0,009)	0,1345*** (0,009)	0,1243*** (0,009)
cuotagestora	0,0135*** (0,003)	0,0122*** (0,003)	0,0006 (0,003)	0,0123*** (0,003)	0,0069*** (0,003)	0,0073*** (0,003)	0,0070*** (0,002)
Nº Observaciones	2.642	2.642	2.642	2.642	2.642	2.642	2.642
R ²	0,392	0,407	0,391	0,407	0,445	0,437	0,445

*** indica significatividad estadística de la diferencia al 1%

** indica significatividad estadística de la diferencia al 5%

* indica significatividad estadística de la diferencia al 10%

Tabla 9
Estimación econométrica de la relación entre las comisiones devengadas sobre el patrimonio gestionado y la situación patrimonial retardada un semestre

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	% Comisión	% Comisión	% Comisión	% Comisión	% Comisión	% Comisión	% Comisión
Constante	0,8126*** (0,009)	0,8126*** (0,009)	0,8126*** (0,009)	0,8127*** (0,009)	0,8117*** (0,009)	0,8126*** (0,009)	0,8126*** (0,009)
% fondos propios	-0,0031** (0,001)			0,0358 (0,045)	-0,2807 (0,220)	0,0022 (0,005)	
% activo total		-0,0026** (0,001)		-0,0326 (0,038)	0,2643 (0,205)		0,0022 (0,005)
% resultados contables			0,0207** (0,008)		0,2415 (0,164)	0,0337 (0,030)	0,0363 (0,034)
cuotagestora	-0,0014 (0,003)	-0,0014 (0,003)	-0,0014 (0,003)	-0,0014 (0,003)	-0,0014 (0,003)	-0,0014 (0,003)	-0,0014 (0,003)
Nº Observaciones	2.333	2.333	2.333	2.333	2.333	2.333	2.333
R ²	0,002	0,002	0,002	0,003	0,003	0,003	0,003
q1 % fondos propios	0,0285 (0,020)			-0,0111 (0,031)	-0,0197 (0,028)	0,0155 (0,024)	
q2 % fondos propios	-0,0754*** (0,009)			-0,0480** (0,020)	-0,0405* (0,021)	-0,0418*** (0,015)	
q3 % fondos propios	-0,1050*** (0,009)			-0,0799*** (0,019)	-0,0273 (0,028)	-0,0460*** (0,014)	
q4 % fondos propios	-0,1301*** (0,009)			-0,0974*** (0,019)	-0,0581* (0,033)	-0,0713*** (0,010)	
q5 % fondos propios	-0,1711*** (0,009)			-0,1261*** (0,023)	-0,1187*** (0,024)	-0,0953*** (0,009)	
q6 % fondos propios	-0,1854*** (0,007)			-0,1207*** (0,024)	-0,1191*** (0,016)	-0,1054*** (0,009)	
q7 % fondos propios	-0,1998*** (0,006)			-0,1523** (0,060)	-0,0937*** (0,021)	-0,1010*** (0,009)	

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	% Comisión	% Comisión	% Comisión	% Comisión	% Comisión	% Comisión	% Comisión
q8 % fondos propios	-0,2165*** (0,007)			-0,1466*** (0,040)	-0,1011*** (0,019)	-0,0938*** (0,013)	
q9 % fondos propios	-0,2433*** (0,006)			-0,1700*** (0,059)	-0,1535*** (0,030)	-0,0943*** (0,015)	
q1 % activo total		0,0296 (0,023)		0,0401 (0,031)	0,0358* (0,021)		0,0240 (0,018)
q2 % activo total		-0,0737*** (0,008)		-0,0282* (0,017)	-0,0016 (0,019)		-0,0399*** (0,012)
q3 % activo total		-0,1049*** (0,009)		-0,0300* (0,017)	-0,0195 (0,027)		-0,0421*** (0,013)
q4 % activo total		-0,1296*** (0,007)		-0,0349* (0,018)	-0,0134 (0,031)		-0,0685*** (0,008)
q5 % activo total		-0,1641*** (0,008)		-0,0455* (0,024)	0,0235 (0,026)		-0,0887*** (0,007)
q6 % activo total		-0,1834*** (0,004)		-0,0662*** (0,023)	0,0178 (0,018)		-0,1003*** (0,009)
q7 % activo total		-0,1974*** (0,004)		-0,0500 (0,062)	-0,0120 (0,023)		-0,0975*** (0,008)
q8 % activo total		-0,2158*** (0,006)		-0,0701* (0,042)	0,0165 (0,030)		-0,0667*** (0,021)
q9 % activo total		-0,2400*** (0,008)		-0,0736 (0,061)	0,0601* (0,031)		-0,0823*** (0,026)
q1 % resultados contables			0,0395** (0,019)		0,0371*** (0,014)	0,0367*** (0,011)	-0,1003*** (0,009)
q2 % resultados contables			-0,0660*** (0,008)		-0,0395*** (0,012)	-0,0396*** (0,010)	-0,0404*** (0,011)
q3 % resultados contables			-0,1033*** (0,011)		-0,0767*** (0,013)	-0,0751*** (0,010)	-0,0766*** (0,010)

VARIABLES	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)
	% Comisión	% Comisión	% Comisión	% Comisión	% Comisión	% Comisión	% Comisión
q4 % resultados contables			-0,1339*** (0,011)		-0,0859*** (0,011)	-0,0858*** (0,008)	-0,0945*** (0,009)
q5 % resultados contables			-0,1750*** (0,012)		-0,1041*** (0,006)	-0,1041*** (0,007)	-0,1076*** (0,006)
q6 % resultados contables			-0,1922*** (0,011)		-0,1188*** (0,009)	-0,1144*** (0,007)	-0,1192*** (0,008)
q7 % resultados contables			-0,2024*** (0,007)		-0,1268*** (0,009)	-0,1324*** (0,007)	-0,1324*** (0,007)
q8 % resultados contables			-0,2233*** (0,008)		-0,1565*** (0,012)	-0,1482*** (0,009)	-0,1706*** (0,018)
q9 % resultados contables			-0,2492*** (0,011)		-0,1769*** (0,009)	-0,1766*** (0,013)	-0,1839*** (0,019)
Constante	0,9145*** (0,011)	0,9123*** (0,011)	0,9096*** (0,011)	0,9153*** (0,011)	0,9283*** (0,011)	0,9282*** (0,011)	0,0028 (0,003)
Tercil % fondos propios	-0,1590*** (0,007)			-0,1086*** (0,033)	-0,0761** (0,033)	-0,0834*** (0,012)	
Tercil % activo total		-0,1575*** (0,007)		-0,0515 (0,033)	-0,0078 (0,033)		-0,0794*** (0,012)
Tercil % resultados contables			-0,1605*** (0,007)		-0,0941*** (0,012)	-0,0946*** (0,012)	-0,0975*** (0,012)
cuotagestora	-0,0020 (0,003)	-0,0010 (0,003)	0,0061** (0,003)	-0,0017 (0,003)	0,0022 (0,003)	0,0021 (0,003)	0,0028 (0,003)
Nº Observaciones	2.470	2.470	2.470	2.470	2.470	2.470	2.470
R ²	0,164	0,162	0,169	0,165	0,186	0,186	0,184

*** indica significatividad estadística de la diferencia al 1%

** indica significatividad estadística de la diferencia al 5%

* indica significatividad estadística de la diferencia al 10%



Tabla 10
Distribución del nº de SGIIIC según el tipo de comisión de gestión cobrada
(comisión sobre patrimonio, CP, o comisión sobre resultados, CR)
y la comisión media establecida

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Nº total de SGIIIC	127	124	123	124	121	116	113	114	120	120
Nº de SGIIIC que sólo cobran CP	93	86	86	79	67	64	60	52	50	48
CP media	1,40%	1,40%	1,35%	1,32%	1,29%	1,24%	1,22%	1,20%	1,23%	1,24%
% sobre patrimonio total gestionado	1,34%	1,26%	1,20%	1,13%	1,05%	1,00%	0,98%	1,01%	0,99%	0,94%
Nº de SGIIIC que sólo cobran CR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
CR media										
% sobre patrimonio total gestionado										
Nº de SGIIIC que cobran ambos tipos	23	30	30	32	39	41	47	49	47	49
CP media	1,35%	1,32%	1,34%	1,33%	1,27%	1,26%	1,22%	1,22%	1,17%	1,14%
CR media	1,42%	1,13%	1,08%	1,05%	0,98%	1,16%	1,22%	1,22%	1,22%	0,91%
% sobre patrimonio total gestionado	1,38%	1,31%	1,23%	1,11%	1,03%	1,03%	1,05%	1,02%	0,95%	0,84%
Nº de SGIIIC que NO cobran nada	11	8	7	13	15	11	6	13	23	23

Tabla II
Distribución de las SGIIIC que cobran sobre resultados. CR

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Nº de SGIIIC con algún FI con CR	23	30	30	32	39	41	47	49	47	49
Nº de SGIIIC con 1 FI con CR	7	13	10	10	15	14	14	12	12	15
Nº de SGIIIC con 2 FI con CR	5	3	6	3	5	6	7	8	9	10
Nº de SGIIIC con 3 FI con CR	4	5	4	6	6	6	8	6	5	4
Nº de SGIIIC con 4 FI con CR		1	1	2	2	2	4	4	5	7
Nº de SGIIIC con 5 FI con CR		1	2	2				4	3	2
Nº de SGIIIC con 6 FI con CR				1	1	2	3		2	2
Nº de SGIIIC con 7 FI con CR	1	1			1	1	1	2	3	1
Nº de SGIIIC con 8 FI con CR	1			1	1	1	1	4	1	1
Nº de SGIIIC con 9 FI con CR	2	2	2	2	2	3	2	1	1	2
Nº de SGIIIC con 10 FI con CR	1		2	1	1	1	1	3	1	
Nº de SGIIIC con más de 10 y menos de 20 FI con CR	2	4	3	4	5	5	3	2	2	2
Nº de SGIIIC con más de 20 FI con CR							3	3	3	3
Nº de SGIIIC cuyos FI con CR son >50% Patr. Gestionado	8	9	9	7	5	10	11	9	11	8
Nº de SGIIIC cuyos FI con CR son >40% y <50% Patr. Gestionado	1		1	2	3	2	2	5	3	2
Nº de SGIIIC cuyos FI con CR son >30% y <40% Patr. Gestionado	1	2		1	1	1	1	3	1	1
Nº de SGIIIC cuyos FI con CR son >20% y <30% Patr. Gestionado	4	3	1	1	1	1	4	3	3	3
Nº de SGIIIC cuyos FI con CR son >10% y <20% Patr. Gestionado	2	3	4	3	8	10	14	13	14	7
Nº de SGIIIC cuyos FI con CR son >5% y <10% Patr. Gestionado	3	2	6	7	8	8	4	5	4	10
Nº de SGIIIC cuyos FI con CR son <5% Patr. Gestionado	4	11	9	11	13	9	11	11	11	18



Tabla 12
Características diferenciadoras de las SGIC con y sin FI con comisión sobre resultados, CR

	Patrimonio gestionado	Gastos	CP	CR	Rendimiento	Activo total	Resultado	Fondos propios
<i>SGIC mixtas</i>	2.830.286	1,47%	1,26%	1,16%	0,0260	25.862,37	3.127,56	13.823,38
<i>SGIC patrimonio</i>	1.227.788	1,45%	1,29%	0	0,0294	11.577,26	2.376,34	7.844,47
diferencia	1.602.499*	0,02%	-0,03%	1,16%*	-0,0034	14.285,1*	751,22	5.978,91*

El * indica significatividad estadística de la diferencia al 5%

9. ANEXOS

Anexo I

El anexo recoge en la primera parte la tipología de FI que establecieron INVERCO y la CNMV en enero de 2002 en función de la vocación inversora del Fondo, tal y como aparece reflejada en los Reglamentos o en los Folletos Informativos, y no por la composición de la cartera. En la segunda parte muestra la nueva tipología de FI conforme a la Circular I/2009, de 4 de febrero, de la CNMV, sobre las categorías de instituciones de inversión colectiva en función de su vocación inversora

Categoría		R. Fija	Duración	R. Variable	Divisa no euro
		Peso (%)	Años	Peso (%)	Peso (%)
Fondos Monetarios	FIAMM	100	<1,5	-	<5
F.I. Renta Fija Corto Plazo	RFCP	100	<2	0	<5
F.I. Renta Fija Largo Plazo	RFLP	100	>2	0	<5
F.I. Renta Fija Mixta	RFM	>70	-	<30	<5
F.I. Renta Variable Mixta	RVM	<70	-	Del 30 al 75	<30
F.I. Renta Variable Nacional	RVN	<25	-	>75	<30
Fondos Monetarios Internacional	FIAMMI	100	<1,5	-	>5
F.I. Renta Fija Internacional	RFI	100	-	0	>5
F.I. Renta Fija Mixta Internacional	RFMI	>70	-	<30	>5
F.I. Renta Variable Mixta Internacional	RVMI	<70	-	Del 30 al 75	>30
F.I. Renta Variable Euro	RVE	<25	-	>75	<30
F.I. Renta Variable Internacional Europa	RVIE	<25	-	>75	>30
F.I. Renta Variable Internacional Japón	RVIJ	<25	-	>75	>30
F.I. Renta Variable Internacional EEUU	RVIU				
F.I. Renta Variable Internacional Emergentes	RVIM				
F.I. Renta Variable Internacional Otros	RVIO				
Fondos Globales	FGL	-	-	-	-
F.I. Garantizado Renta Fija	GRF	-	-	-	-
F.I. Garantizado Renta Variable	GRV	-	-	-	-



Vocación	Definición
Monetario	<p>Ausencia de exposición a renta variable, riesgo divisa y deuda subordinada.</p> <p>Debe aceptar suscripciones y reembolsos de participaciones diariamente.</p> <p>Duración media de la cartera inferior a 6 meses¹.</p> <p>Mínimo del 90% del patrimonio en instrumentos con vencimiento residual inferior a 2 años.</p> <p>Ausencia de instrumentos con vencimiento residual superior a 5 años.</p> <p>Ausencia de exposición a activos con calificación crediticia a corto plazo inferior a A2² o sin calificación crediticia específica cuyo emisor cuente con calificación crediticia a corto plazo inferior a A2.</p>
Renta Fija Euro	<p>Ausencia de exposición a renta variable, no habiendo sido clasificada la IIC dentro de la vocación monetario.</p> <p>Máximo del 10% de exposición a riesgo divisa.</p>
Renta Fija Internacional	<p>Ausencia de exposición a renta variable.</p> <p>Posibilidad de tener más del 10% de exposición a riesgo divisa.</p>
Renta Fija Mixta Euro	<p>Menos del 30% de exposición a renta variable.</p> <p>La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro, más la exposición al riesgo divisa no superará el 30%.</p>
Renta Fija Mixta Internacional	<p>Menos del 30% de exposición a renta variable.</p> <p>La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro, más la exposición al riesgo divisa podrá superar el 30%.</p>
Renta Variable Mixta Euro	<p>Entre el 30% y el 75% de exposición a renta variable.</p> <p>La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro, más la exposición al riesgo divisa no superará el 30%.</p>
Renta Variable Mixta Internacional	<p>Entre el 30% y el 75% de exposición a renta variable.</p> <p>La suma de las inversiones en valores de renta variable emitidos por entidades radicadas fuera del área euro, más la exposición al riesgo divisa podrá superar el 30%.</p>
Renta Variable Euro	<p>Más del 75% de exposición a renta variable.</p> <p>Al menos el 60% de exposición a renta variable emitida por entidades radicadas en el área euro.</p> <p>Máximo del 30% de exposición a riesgo divisa.</p>
Renta Variable Internacional	<p>Más del 75% de exposición a renta variable no habiendo sido clasificado como renta variable euro.</p>
IIC de Gestión Pasiva	<p>IIC que replican o reproducen un índice, incluidos los fondos cotizados del artículo 49 del RIIC, así como IIC con objetivo concreto de rentabilidad no garantizado.</p>

Vocación	Definición
Garantizado de Rendimiento Fijo	IIC para el que existe garantía de un tercero y que asegura la inversión más un rendimiento fijo.
Garantizado de Rendimiento Variable	IIC con la garantía de un tercero y que asegura la recuperación de la inversión inicial más una posible cantidad total o parcialmente vinculada a la evolución de instrumentos de renta variable, divisa o cualquier otro activo. Además incluye toda aquella IIC con la garantía de un tercero que asegura la recuperación de la inversión inicial y realiza una gestión activa de una parte del patrimonio.
De Garantía Parcial	IIC con objetivo concreto de rentabilidad a vencimiento, ligado a la evolución de instrumentos de renta variable, divisa o cualquier otro activo, para el que existe la garantía de un tercero y que asegura la recuperación de un porcentaje inferior al 100% de la inversión inicial. Además incluye toda aquella IIC con la garantía de un tercero que asegura la recuperación de un porcentaje inferior al 100% de la inversión inicial y realiza una gestión activa de una parte del patrimonio.
Retorno Absoluto	IIC que se fija como objetivo de gestión, no garantizado, conseguir una determinada rentabilidad/riesgo periódica. Para ello sigue técnicas de valor absoluto, «relative value», dinámicas...
Global	IIC cuya política de inversión no encaje en ninguna de las vocaciones señaladas anteriormente.

- 1 La duración en los bonos con cupón variable se calcula computando el periodo hasta la próxima revisión.
- 2 A2 por S&P o equivalente

Anexo 2

Se muestran las estadísticas descriptivas oficiales ofrecidas por la CNMV, basadas en el último mes de cada año. Se recoge la evolución del número de SGIC, FI, y el valor del patrimonio gestionado

Fecha	Nº de SGIC	Nº de FI	Patrimonio Gestionado (Miles de €)
31/12/1999	127	1.964	163.695.776
31/12/2000	124	2.266	152.700.270
31/12/2001	123	2.421	137.470.645
31/12/2002	124	2.373	121.368.392
31/12/2003	119	2.386	152.572.747
31/12/2004	116	2.455	178.099.563
31/12/2005	112	2.569	207.449.533
31/12/2006	114	2.847	270.300.011
31/12/2007	120	2.954	255.040.934
31/12/2008	120	2.943	175.865.523
31/12/2009	120	2.593	170.547.708

Anexo 3. Se muestra el listado de la totalidad de las SGIIC disponibles en el estudio (con las diferentes denominaciones que ha tenido a lo largo del período analizado). Se han resaltado en negrita las 83 SGIIC que han mantenido su actividad durante todo el período

Urquijo Gestion; Urquijo Gestion, S.A.U., S.G.I.I.C.	1
Ges Fibanc; Ges. Fibanc, S.G.I.I.C., S.A.	2
Sogeval; Popular Gestion; Popular Gestion, S.A., S.G.I.I.C.	3
Gesgirona; Caixa Girona; Caixa Girona Gestio, S.A.u, S.G.I.I.C.	4
Vitalgestion; Vitalgestion, S.A., S.G.I.I.C.	5
Gesnorte; Gesnorte, S.A., S.G.I.I.C.	6
Banesto Fondos	7
BCH Gestion	8
Santander Gestion; BSCH Gestion; S.C.H. Gestion; Santander Asset Management; Santander Asset Management, S.A., SGIIC	9
BBV Gestinova; BBVA Gestion; BBVA Asset Management, S.A., SGIIC	10
Gescaixa I; Invercaixa Gestion SGIIC; Invercaixa Gestion, S.A., SGIIC	11
Argentaria Gestion; BBVA Gestinova Capital	12
Gesdiner, S.A., S.G.I.I.C.; Gesdiner	13
Caixa Catalunya Gestio; Caixa Catalunya Gestio, S.G.I.I.C., S.A.	14
Mutuactivos; Mutuactivos, S.A., S.G.I.I.C.	15
Bankpyme; Bankpyme, S.A., S.G.I.I.C.	16
Caixasabadell Gestio, S.A., S.G.I.I.C.	17
Gaesco Gestion; GVC Gaesco Gestión, SGIIC, S.A.; Gaesco Gestion, S.A., S.G.I.I.C.	18
Gesatlantico; Atlantico Fondos	19
Indosuez Fondos; Credit Agricole Asset; Credit Agricole Asset Management Fondos, SGIIC, S.A.	20
Bz Gestion	21
Merchbanc; Merchbanc, S.A., S.G.I.I.C.	22
Bankoa Gestion; Bankoa Gestion, S.A., S.G.I.I.C.	23
Arquigest; Arquigest, S.A., S.G.I.I.C.	24
Gesiuris; Gesiuris, S.A., S.G.I.I.C.	25
Gesbeta; Gesbeta Meespierson; Fortis Gesbeta; Fortis Gesbeta, S.G.I.I.C., S.A.	26
Herrero Gestion	27
Metagestion; Metagestion, S.A., SGIIC	28
Gesmutual	29
Renta 4 Gestora; Renta 4 Gestora, S.G.I.I.C., S.A.	30
Seguros Bilbao Fondos; Seguros Bilbao Fondos, S.G.I.I.C., S.A.	31
Gestefin; Gestefin, S.A., S.G.I.I.C.	32

Gespastor; Gespastor, S.A., S.G.I.I.C.	33
Edm Gestion; Edm Gestion, S.A., S.G.I.I.C.	34
Psn Gestion; Prevision Sanitaria Nacional Gestion, S.A., S.G.I.I.C.	35
Ges Layetana; Ges-Layetana, S.A., S.G.I.I.C.	36
Adepa; Adepa, S.A., S.G.I.I.C.	37
Gesbankinter; Bankinter Gestion de Activos; Bankinter Gestion de Activos, S.A., S.G.I.I.C.	38
Gesconsult; Gesconsult, S.A., S.G.I.I.C.	39
Bansabadell Inversion; Bansabadell Inversion, S.A., S.G.I.I.C.	40
Morgan Gestion; J.P. Morgan Gestion; Jpmorgan Gestion; Jpmorgan Gestion, SGIIC, S.A.	41
Banif Gestion; BSN Banif Gestion; Banif Gestion; Banif Gestion, S.A., S.G.I.I.C.	42
Bnp Gestion; BNP Asset Management; BNP Paribas Asset Management, S.A., SGIIC	43
Cantabria Fondos; Cantabria Fondos, S.A., S.G.I.I.C.	44
Barclays Fondos; Barclays Wealth; Barclays Wealth Managers España, S.G.I.I.C., S.A.	45
Gesindex	46
Gescatalana, S.A., S.G.I.I.C.; Intermoney Gestion, S.G.I.I.C., S.A.; Intermoney Gestion; Intermoney Gestion, S.G.I.I.C., S.A.	47
Gesnavarra; Gestora Navarra De Inversiones, S.A. 'Gesnavarra', S.G.I.I.C.	48
Sogecapital	49
Chase Manhattan Ahorro; BNP Paribas Ahorro	50
AB Gestion Fondos; Morgan Stanley D.w. Gestion; Morgan Stanley Gestion; La Caixa Gestion	51
Gesmanresa; Manresa Inversio; Caixa Manresa Inversio, S.A., S.G.I.I.C.	52
General Gestion; Privat Bank Patrimonio; Privat Bank Patrimonio S.A. S.G.I.I.C.	53
Gestora Bancaja; Bancaja Fondos, S.G.I.I.C., S.A.	54
Gescazar; Ibercaja Gestion; Ibercaja Gestion, SGIIC, S.A.	55
Gesmadrid; Gesmadrid, S.A., S.G.I.I.C.	56
Kutxagest; Kutxagest, S.A., S.G.I.I.C.	57
Invercaixa Gestion	58
Lloyds Investment; Lloyds Investment España, S.G.I.I.C., S.A.u.	59
Bizkainvest; Bbk Gestion; BBK Gestion, S.A., S.G.I.I.C.	60
Iberagentes Fondos; Iberagentes Fondos, S.A., S.G.I.I.C.; Iberagentes Fondos	61
Inverseguros Gestion; Inverseguros Gestion, S.A., S.G.I.I.C.	62
Gescafix; Gescafix, S.A., S.G.I.I.C.	63
Gestifondo; Gestifondo, S.A., S.G.I.I.C.	64
Bestinver Gestion; Bestinver Gestion, S.A., S.G.I.I.C.	65
Bi Gestora; Bi Gestion	66



Inversafei; Inversis Gestión; Inversis Gestión, S.A., SGIIC	67
Ges Bm 35	68
Gesconsor; Gesconsor, S.A., S.G.I.I.C.; Gesconsor	69
Guipuzcoano Inversiones; Guipuzcoano, S.G.I.I.C., S.A.	70
Citigestion	71
Gescapital Gestion; Espirito Santo Gestion; Espirito Santo Gestion, S.A., SGIIC	72
Euroagentes Gestion; Euroagentes Gestion, S.A., S.G.I.I.C.	73
Axa Gestion; Axa Gestion, S.A., S.G.I.I.C.	74
Lusogest	75
Gvc Gestion	76
Mapfre Inversion Dos; Mapfre Inversion Dos, SGIIC, S.A.	77
Arcalia Inversiones; Arcalia Inversiones, S.G.I.I.C., S.A.	78
BBV Privanza Gestora; Bbva Patrimonios Gestora; Bbva Patrimonios Gestora, SGIIC, S.A.	79
Gestifonsa; Gestifonsa, S.G.I.I.C., S.A.	80
Gestimed; Gestora De Fondos Del Mediterraneo, S.A., S.G.I.I.C.	81
Gesinca Inversiones; Ahorro Corporacion Gestion; Ahorro Corporacion Gestion, S.G.I.I.C., S.A.	82
Global Gestion	83
Caja España Fondos; Caja España Fondos, S.A., S.G.I.I.C.	84
Riva Y Garcia Gestion; Riva Y Garcia Gestion, S.G.I.I.C., S.A.	85
Giic Fineco; G.i.i.c. Fineco, S.A., S.G.I.I.C.	86
Gesbusa; Gesbusa, S.A., S.G.I.I.C.	87
Sindigestion, S.G.I.I.C., S.A.; Sindigestion, S.G.I.I.C., S.A. En Liquidacion	88
Pasinver, S.A., S.G.I.I.C.	89
Gesalcala; Gesalcala, S.A., S.G.I.I.C.	90
Aguilar Y De La Fuente	91
Gesprofit; Gesprofit, S.A., S.G.I.I.C.	92
Gescooperativo; Gescooperativo, S.A., S.G.I.I.C.	93
DB Gestion; DWS Investments SGIIC; Dws Investments (Spain), SGIIC, S.A.	94
Gestion Y Seguridad, Gesegur, S.A., S.G.I.I.C.	95
Gest 21; Gest 21, S.G.I.I.C., S.A.	96
Ega Gestion	97
Navarra Bolsa	98
Interfondos	99
Gestotal; Gestotal, S.A., S.G.I.I.C.	100
Gesinter; Gesinter, S.G.I.I.C., S.A.	101
Im Administracion	102

Unigest; Unigest, S.G.I.I.C., S.A.	103
Crediges, Crediges, S.A., S.G.I.I.C.	104
Gesmusini	105
Ebn Gestion; Ebn Gestion, S.A., S.G.I.I.C.	106
Aurea Capital; B.madrid Gestion SGIIC; B.madrid Gestion De Activos, SGIIC, S.A.	107
Consulnorbi; Consulnor; Consulnor Gestion, S.G.I.I.C., S.a	108
Caja Laboral Gestion; Caja Laboral Gestion, S.G.I.I.C., S.A.	109
Gesduero; Gesduero, S.G.I.I.C., S.A.	110
Cep Gestora; Caixa Penedes Gestio; Caixa Penedes Gestio, S.G.I.I.C., S.A.	111
Gesdinco Gestion	112
Swiss Life Gestion	113
Sherpa Gestion; Activos Renta SGIIC	114
Allianz Gestion; Allianz Gestion, S.A., S.G.I.I.C.	115
Banif Inmobiliaria, S.A., S.G.I.I.C.; Bsch Activos Inmobiliarios, S.A., S.G.I.I.C.; Santander Central Hispano Activos Inmobiliarios, S; S.c.h. Activos Inmobiliarios; S Activos Inmobiliarios; Santander Activos Inmob.; Santander Real Estate Santander Real Estate, S.a, SGIIC	116
Bankamerica Gestion; Bankamerica Gestion, S.G.I.I.C., S.A.	117
Credit Suisse Gestion; Credit Suisse Gestion, S.G.I.I.C., S.A.	118
Credit Agric.mercagest.; Credit Agricole Mercagestion, S.A., S.G.I.I.C.	119
Gama	120
Cajastur Gestion; Cajastur Gestion, S.G.I.I.C., S.A.	121
Caixa Tarragona Gestio; Caixa Tarragona Gestio, S.A., S.G.I.I.C.	122
Hsbc Fund	123
Gescartera Gestion	124
Rio Trueba; Rio Trueba Gestion, S.G.I.I.C., S.A.	125
Iberagentes Gestion; Popular Gestion; Popular Gestion Privada; Popular Gestion Privada, S.G.I.I.C., S.A.	126
Cajasur Gestion	127
At Gestion; Sbf-At Gestion SGIIC; Abf-At Gestion SGIIC; Abf España Gestion SGIIC	128
Ubs Gestion; Ubs Gestion, S.G.I.I.C., S.A.	129
Hermes Gestion S.G.I.I.C., S.A.; Hermes Gestion	130
Benkers Gestora SGIIC Sa	131
Banesto Banca Privada Gestion; Banesto Banca Privada Gestion, S.G.I.I.C., S.A.	132
Afina Gestion; Afina Gestion, S.G.I.I.C., S.A.	133
March Gestion De Fondos; March Gestion De Fondos, S.G.I.I.C., S.A.	134
Gesplusultra, SGIIC, S.A.; Aviva Gestion SGIIC, S.A.	135
Caixaterrassa Gesfons, SGIIC, S.A.; Caixaterrassa SGIIC	136
Caja Ingenieros SGIIC; Caja Ingenieros Gestion, S.G.I.I.C., S.A.	137



Abante Gestion SGIIC; Abante Asesores Gestion, SGIIC, S.A.	138
A&G Fondos SGIIC; Asesores Y Gestores Financieros Fondos, SGIIC, S.A.	139
Belgravia Xxi SGIIC; Belgravia Capital, SGIIC, S.A.	140
Venture Gestion SGIIC; Venture Gestion, S.A., SGIIC	141
Interdin SGIIC; Interdin Gestion, SGIIC, S.A.; Bpa Global Funds Asset Management, SGIIC, Sa	142
Habitat De Valores	143
Fonditel Gestion SGIIC; Fonditel Gestion, SGIIC, Sa	144
Star Inmogestion SGIIC	145
Nmas 1 Gestion; Nmas 1 Gestion SGIIC S.A.	146
Nordkapp Gestion; Nordkapp Gestion, S.G.I.I.C., S.A.	147
Cajamar SGIIC; Cajamar Gestion SGIIC, S.A.	148
Nibc Petercam SGIIC; Harcourt Investments SGIIC; Harcourt Investments, SGIIC, S.A.	149
Dux SGIIC; Dux Inversores, SGIIC, S.A.	150
Welzia Management SGIIC; Welzia Management, SGIIC, S.A.	151
Gottardo Gestion; Bsi Spain Asset Management, SGIIC, S.A.	152
Pactio Gestion SGIIC; Pactio Gestion, SGIIC, S.A.	153
Atlas Capital SGIIC; Atlas Capital Gestion, SGIIC, S.A.	154
3M & B Adviser Gestion SGIIC; M&B Capital Advisers Gestión, S.G.I.I.C., S.A.	155
Optimal Alternative Investments; Optimal Alternative Investments, SGIIC, S.A.	156
Algebra Partners; Cygnus Asset Management; Cygnus Asset Management, SGIIC, S.A.	157
Proxima Alfa Investments; Proxima Alfa Investments, SGIIC, S.A.	158
Altex Partners Gestion. SGIIC. S.A.u.	159
Siitnedif; Siitnedif, SGIIC, S.A.	160
Acapital Finanzas, SGIIC, S.A.	161
Icr Institutional Investment Management; Icr Institutional Investment Management, SGIIC, S.A.	162
Altan Capital; Altan Capital, SGIIC, S.A.	163
Omega Gestion De Inversiones; Omega Gestion De Inversiones, SGIIC, S.A.	164
Cartesio Inversiones; Cartesio Inversiones, SGIIC, S.A.	165
Goldman Sachs Gestion; Goldman Sachs Gestion, SGIIC, S.A.	166
Valorica; Valorica Capital E Inversiones, S.G.I.I.C., S.A.	167
Valira; Valira Capital Asset Management, SGIIC, Sa	168
Alpha Plus Gestora, S.G.I.I.C., S.A.	169
Epsilon Gestión Alternativa, S.G.I.I.C., S.A.	170
Neila Capital Partners, S.G.I.I.C., S.A.	171
Altamar Gestion Alternativa, S.G.I.I.C., S.A.	172

Anexo 4

Se muestran los límites máximos que establecen las diferentes normativas aplicables al período de estudio sobre las comisiones de gestión, para los FI de carácter financiero

Tipo de Fondo	Real Decreto 1393/1990, de 2 de noviembre	Real Decreto-Ley 6/2000, de 23 de junio
FIM	Sobre activos gestionados: 2,5%	Sobre activos gestionados: 2,25%
	Sobre resultado: 20%	Sobre resultado: 18%
	Sobre ambos: 1,5% de los activos y 10% del resultado	Sobre ambos: 1,35% de los activos y 9% del resultado
FIAMM	Sobre activos gestionados: 1,5%	Sobre activos gestionados: 1%
	Sobre resultado: 15%	Sobre resultado: 10%
	Sobre ambos: 1% de los activos y 5% del resultado	Sobre ambos: 0,67% de los activos y 3,33% del resultado

Anexo 5

Muestra el número de FI de cada tipo, para cada año del período de análisis

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Nº de FI	2.167	2.451	2.557	2.508	2.523	2.594	2.705	2.825	2.926	2.912
Nº de FI gestionados por SGIIC patrimonio	1.547	1.536	1.514	1.325	969	1.084	957	830	1.070	915
Nº de FI gestionados por SGIIC mixtas	620	915	1.043	1.183	1.553	1.510	1.748	1.991	1.852	1.997
Nº de FI patrimonio	2.059	2.300	2.393	2.305	2.279	2.319	2.391	2.450	2.569	2.634
Nº de FI mixtos	101	129	121	145	178	200	247	295	276	227
Nº de FI resultado	0	0	9	5	3	5	5	4	4	4

PUBliCan



Ediciones

Universidad de Cantabria

Enero 2015

El presente trabajo analiza las Sociedades Gestoras de Instituciones de Inversión Colectiva (SGIIC), que administran y gestionan las inversiones de los Fondos de Inversión (FI), en España durante el período 1999-2009. Se ofrece una panorámica descriptiva de las principales magnitudes y características del sector de SGIIC en nuestro país, abordando en detalle dos objetivos esenciales, aunque centrados ambos en los costes que para el inversor tiene la participación en esta industria (las comisiones). Por un lado, se analiza la relación entre la situación financiera contable de las SGIIC y la cuantía de las comisiones de gestión cobradas a los FI. El objetivo es analizar si la determinación de estas comisiones tiene en cuenta el resultado contable y la posición patrimonial de la Gestora. Por otro lado, el estudio analiza en detalle las SGIIC que establecen la comisión de gestión en función de la rentabilidad obtenida por el Fondo, en vez de aplicarla en base al volumen de patrimonio gestionado por el mismo.

El análisis estadístico de las SGIIC permite identificar interesantes características del sector. Así, mientras el número de FI ofrecidos a los inversores ha ido incrementándose a lo largo del período de estudio, el número de SGIIC se ha mantenido relativamente estable. Además, se ha encontrado que el sector sufre un elevado grado de concentración, una limitada diversificación en cuanto a la tipología de FI ofrecidos, y un descenso en la cuantía de las comisiones de gestión devengadas (y del porcentaje que éstas suponen sobre el patrimonio medio gestionado) a lo largo del período de estudio.

Por otro lado, se ha identificado una relación creciente, aunque no monótona, entre la carestía de las SGIIC y su posición patrimonial.

Finalmente, el análisis de las SGIIC que establecen la comisión de gestión en función de la rentabilidad obtenida por el Fondo nos permite concluir que, al igual que ocurre en otros países de nuestro entorno económico, su presencia en nuestro país es muy escasa.

Promotora editorial:

